

UNIVERSITÉ DE SHERBROOKE

École de gestion

Étude du phénomène de renversement extrême

Par

Xavier Hamel-Lapointe

Mémoire présenté à l'École de gestion

en vue de l'obtention du grade de

MSc. Finance

Maîtrise en Finance de marché

Septembre 2018

© Xavier Hamel-Lapointe, 2018

*À tous ceux qui m'ont supporté de près ou de loin
dans la réalisation de cette étude.*

Sommaire

Le lecteur de ce mémoire développe une meilleure compréhension d'un phénomène de renversement extrême présent chez une multitude de compagnies cotées en bourse et acquiert un outil de prise de décision lui permettant possiblement de tirer profit de l'opportunité de rendements de plusieurs centaines de pour cent réalisés sur de courtes périodes. Une approche de type exploratoire par la méthodologie de la théorie enracinée soutient cette étude de cas portant sur quatorze compagnies cotées sur les bourses nord-américaines ayant réalisé un renversement extrême entre les années 2002 et 2014. Une analyse quantitative de l'évolution du prix des actions vis-à-vis la valeur des compagnies, observée par l'évolution de leurs résultats financiers, permet de constater le piètre caractère anticipateur du marché en situation d'incertitude. Une analyse qualitative par l'étude approfondie des communiqués de presse permet d'identifier sept catégories principales exposant une série de facteurs communs aux compagnies étudiées : l'évolution des résultats financiers, la présence d'événements transformateurs, les changements de haute direction, l'atteinte et la modification des anticipations, les stratégies et les mesures prises, les éléments de nature externe et finalement une catégorie intitulée autres éléments de considération. Le comportement de chacune de ces catégories principales est étudié sous trois phases principales du renversement : la phase de contexte, la phase centrale de renversement et la phase de poursuite. Au cours du mémoire, le lecteur en viendra à la conclusion que le phénomène de renversement extrême prend forme grâce à une combinaison entre l'évolution de la performance financière des entreprises et l'évolution du niveau d'incertitude. L'étude des éléments présents dans ce travail, combinée avec les pistes d'exploration suggérées, permet à l'investisseur aguerri adoptant une méthode d'investissement active d'augmenter ses chances de réalisation de rendements positifs spectaculaires.

Table des matières

Sommaire	2
Introduction.....	5
Cadre théorique.....	7
Efficience des marchés et relation entre le prix et la valeur	7
Théorie du retour vers la moyenne.....	10
Exploitation par l'approche à contre-courant	13
L'approche par la valeur et le concept de marge de sécurité	15
Considération des facteurs psychologiques en jeux	18
Questions et objectifs de l'étude	21
Question de recherche	21
Questions spécifiques.....	21
Objectif de recherche	22
Sous-objectifs de recherche	22
Méthodologie	23
Choix de l'approche utilisée	23
Sélection de l'échantillon	24
Pistes d'exploration	26
Types de données et sources d'information	27
Collecte et classification initiale des données	28
Définitions et justifications des phases étudiées au cours du phénomène	30
Phase centrale du renversement (2 ^e phase)	31
Phase préliminaire (1 ^{ère} phase)	32
Phase de poursuite vers un renversement extrême (3 ^e phase).....	32
Méthode de Catégorisation et d'analyse des résultats.....	32
Analyse intracas.....	33
Analyse intercas.....	34
Présentation des résultats.....	35
Données et résultats	36
Portrait de l'échantillon choisi	36
Durée des phases de renversement.....	37

Étude de la concordance entre l'évolution des résultats financiers et l'évolution du prix de l'action	38
Observations visuelles de l'évolution du prix vis-à-vis l'évolution des résultats financiers..	38
Évolution des données financières à travers le phénomène de renversement extrême	47
Étude des principales catégories à travers les périodes de renversement.....	58
Commentaires face à l'évolutions des résultats	59
Présence d'événements transformateurs	64
Changements de haute direction	68
Atteinte et modification des anticipations.....	70
Stratégies et mesures prises.....	75
Éléments de nature externe	78
Autres éléments de considération	81
Retour sur la compréhension du phénomène de renversement extrême et sa théorisation ..	85
Retour sur les implications pour l'investisseur aguerri et suggestion d'un cadre d'analyse	87
Discussion	89
Apport à la littérature.....	89
Points faibles	90
Autres pistes de solution	91
Conclusion	93
Bibliographie.....	95
ANNEXE A : Superposition des éléments soulevés dans les communiqués de presse sur les graphiques de prix des actions.	98
ANNEXE B : Regroupement des catégories par compagnie et phase de renversement.....	112
ANNEXE C : Principaux éléments d'influence aux mouvements de prix.....	115

Introduction

La possibilité de rendements alléchants attire bon nombre de personnes à investir dans les marchés boursiers. Certains optent pour une approche passive par l'achat de véhicules répliquant la performance des indices boursiers alors que d'autres choisissent une approche active et tentent d'identifier quels titres sont susceptibles de performer mieux que les autres. Bien que l'histoire démontre que l'approche passive soit la plus susceptible de réaliser des rendements supérieurs vis-à-vis l'approche active sur de longues périodes, les investisseurs actifs prennent le pari qu'ils sont en mesure d'identifier des poches d'inefficiences temporaires dans les marchés boursiers et d'en tirer avantage. La présente recherche s'attarde à l'étude d'un phénomène observé empiriquement et qui semble à première vue, aux yeux de l'auteur, être une représentation d'une poche d'inefficience ou d'incompréhension du marché. Ce phénomène est adressé ici par l'appellation suivante : le phénomène de renversement extrême. Cette étude s'attarde donc à l'exploration de quatorze compagnies cotées sur les bourses nord-américaines ayant réalisé durant une période maximale de 3 ans une décente d'au moins -50 % pour ensuite effectuer un renversement et plus que tripler (+200 %) depuis leur point creux atteint. Le lecteur constatera que la majorité des entreprises à l'étude ont réalisé des rendements nettement supérieurs à ce niveau de gain et renforce l'idée de la présence de rendements anormaux.

Avant tout, l'élaboration d'un cadre théorique aborde des considérations d'efficience des marchés et de relation entre le prix et la valeur, de théorie du retour vers la moyenne, d'exploitation par l'approche à contre-courant, de l'approche par la valeur et du concept de marge de sécurité ainsi que des considérations en lien avec les facteurs psychologiques en jeux. Alors qu'une démarche de recherche de type exploratoire par la méthode de la théorie enracinée est privilégiée, ce mémoire cherche à répondre à la question suivante : Quels sont les éléments communs observés chez une multitude d'entreprises variées ayant vécu le phénomène noté de reversement extrême, qui permettent d'en acquérir une meilleure compréhension et faciliter son exploitation? Ce mémoire possède alors

comme objectif d'acquérir une meilleure compréhension de ce phénomène par l'observation des similitudes présentes aux différentes phases du processus de renversement dans le but de faciliter son exploitation et de réaliser un rendement supérieur au marché.

Ce mémoire comporte deux principaux segments d'analyse : 1) L'observation du phénomène de concordance entre l'évolution du prix des actions à l'étude et l'évolution de leur performance financière ; 2) L'identification de catégories principales communes et l'observation de leur comportement à travers trois phases distinctes du phénomène de renversement extrême. Le premier segment portant sur le phénomène de concordance permet de constater en premier lieu l'évolution du prix des actions vis-à-vis l'évolution de la valeur des entreprises estimée par l'évolution de résultats financiers clés. Cette première section, caractérisée en tant qu'analyse quantitative, expose également l'évolution des niveaux de croissance, de profitabilité et de rentabilité face aux trois phases distinctes du phénomène et expose finalement l'évolution des multiples clés d'évaluation. Le second segment principal repose uniquement sur l'étude des communiqués de presse et est caractérisé en tant qu'analyse qualitative. Elle permet dans un premier temps d'identifier sept catégories d'analyse soit : l'évolution des résultats financiers, la présence d'événements transformateurs, les changements de haute direction, l'atteinte et la modification des anticipations, les stratégies et les mesures prises, les éléments de nature externe et finalement les autres éléments de considération. Chacune de ces catégories principales sont alors explorées une à une à travers les trois phases distinctes du phénomène et permet l'identification de similitudes entre les compagnies à l'étude. Tout au long du mémoire, l'auteur expose sa compréhension de la façon dont chaque élément étudié se traduit dans le phénomène de renversement et soulève les principales implications pour les investisseurs. Le présent mémoire se termine par un retour sur la compréhension globale du phénomène et propose un outil d'analyse et de prise de décision pour les investisseurs désirant exploiter le phénomène de renversement extrême tel qu'élaboré ici.

Cadre théorique

La compréhension du phénomène étudié et la recherche d'éléments communs débutent avec une meilleure compréhension des principaux enjeux et thèmes en cause. Les observations soulevées par les grands investisseurs, ainsi que la communauté académique permettent d'explorer en profondeur les thèmes suivant : l'efficience des marchés et relation entre le prix et la valeur, la théorie du retour vers la moyenne, incluant l'approche à contre-courant, l'approche par la valeur et le concept de la marge de sécurité, et finalement les considérations psychologiques en jeux.

Efficience des marchés et relation entre le prix et la valeur

Par différents modèles simples ou complexes, plusieurs académiciens ou praticiens parviennent à démontrer par une forme ou une autre, une efficience définie par un marché qui incorpore rapidement, voir presque instantanément l'information disponible. Les défenseurs de la théorie d'efficience des marchés argumentent que l'ensemble des acteurs du marché parvient à établir correctement et rapidement le prix des titres et donc qu'il existe très peu d'inefficiences pouvant être exploitées. Étant donné que peu d'inefficiences sont exploitables, il devient quasiment impossible de générer des rendements supérieurs à ceux des marchés. En effet, dès les années 60, les recherches de Sharpe (1966)¹ et Jensen (1968)² démontrent précisément la difficulté des fonds mutuels de l'époque d'obtenir un rendement ajusté au risque qui est supérieur à celui du marché. Également, Barber et Odean (2000)³ exposent que les investisseurs adoptant une approche active avec un haut niveau de transactions obtiennent une performance médiocre. L'hypothèse des marchés efficients telle que proposée par la théorie moderne de portefeuille a permis d'établir un cadre d'analyse simple sur lequel baser différentes théories et modèles qui offrent aux investisseurs des outils tels que le *Capital Asset Pricing*

¹ Sharpe, W.F. (1966). Mutual fund performance. *The Journal of Business*, 39, 119-138.

² Jensen, M. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *The Journal of Finance*, 23, 349-416.

³ Barber, B. et Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The Journal of Finance*, 116, 261-292.

Model (CAPM) proposé par Sharp (1964)⁴, Lintner (1965)⁵ et Mossin (1966)⁶, pour l'évaluation des titres ou le *Three Factor Model* de Fama et French (1992)⁷ pour expliquer les différences de rendement entre les titres.

Plusieurs considèrent que les marchés boursiers forment constamment des poches d'inefficiencies à court terme desquelles il est possible de profiter afin de réaliser une performance supérieure à celle du marché en général. Grossman et Stiglitz (1980)⁸ présentent un paradoxe important qui témoigne de l'impossibilité de marchés totalement efficients. Les auteurs posent le paradoxe de l'équilibre compétitif proposé par la théorie d'efficiency des marchés où aucun profit d'arbitrage ne peut être fait étant donné que les arbitragistes ramènent constamment le prix à l'équilibre de la valeur. Si les marchés sont constamment en équilibre, alors il va sans dire qu'aucun profit d'arbitrage ne peut être fait. Si aucun profit d'arbitrage ne peut être fait, alors aucun arbitragiste ne participe et le marché ne peut pas être en équilibre.

Dans une lettre aux investisseurs, Bill Miller⁹ explique que le marché incorpore l'information, mais pas toujours correctement et qu'il est donc possible d'en tirer avantage :

«The market does reflect the available information, as the professors tell us.
But just as the funhouse mirrors don't always accurately reflect your weight,
the markets don't always accurately reflect that information. Usually they

⁴ Sharp, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19, 3, 425-442.

⁵ Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets on the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47, 13-37.

⁶ Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, 34, 4, 768-783.

⁷ Fama, F. F. et French, K.R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47, 2, 427-465.

⁸ Grossman, S. J. et Stiglitz, J. E. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*, 70, 383-408.

⁹ William H. Miller III est un investisseur américain, gestionnaire de portefeuille et philanthrope. Il est le fondateur de Legg Mason Capital Management pour lequel le principal fonds Legg Mason Capital Management Value Trust a obtenu des rendements après frais (non ajustés au risque) supérieurs à l'indice SP500 durant quinze années consécutives pour la période entre 1991 à 2005.

are too pessimistic when it's bad, and too optimistic when it's good.» (Miller 2006, p.1)¹⁰

Dans le même ordre d'idées, Seth Klarman¹¹ mentionne dans son célèbre livre intitulé *Margin of Safety: Risk-averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor*¹²:

«Value investors believe that stock prices depart from underlying value and that investors can achieve above-market returns by buying undervalued securities. To value investors the concept of indexing is at best silly and at worst quite hazardous. [...] I believe that over time value investors will outperform the market and that choosing to match it [the index] is both lazy and shortsighted.» (Klarman, 1991, p. 51)

La croyance en l'inefficience des marchés est loin d'être un élément accepté par la communauté financière en général et cela peut être un avantage pour l'investisseur actif à la recherche d'opportunités de titres sous-évalués. Warren E. Buffett¹³ observe que «in any sort of contest – financial, mental or physical – it's an enormous advantage to have opponents who have been taught that it's useless to even try.» (Buffett, 1989)¹⁴

L'étude des comportements et mécanismes du marché indique que la valeur intrinsèque des entreprises varie beaucoup moins que leur prix. Shiller (1981)¹⁵ confirme la difficulté du marché à déterminer adéquatement, à court ou moyen terme, à l'aide de l'information véhiculée, la valeur intrinsèque d'une entreprise cotée en bourse. La démonstration faite par Shiller (1981) implique que le prix boursier s'éloigne à de nombreuses reprises de la valeur intrinsèque, dans le cas où l'on mesure cette dernière par les changements

¹⁰ Legg Mason Value Trust. 2006 Letter to shareholders. Site téléaccessible à <<http://ir.leggmason.com/File/Index?KeyFile=3328501>>. Consulté le 27 mai 2018.

¹¹ Seth Andrew Klarman est un investisseur américain et gestionnaire de fonds de couverture reconnu en tant que figure emblématique de l'investissement par la valeur. Il est le chef de la direction de Baupost Group. Sous la gouverne de M. Klarman, Baupost Group a réalisé un rendement annualisé de 20 % durant la période de 1982 à 2008.

¹² Klarman, S. A. (1991). *Margin of Safety: Risk-averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor*. New York : HarperBusiness.

¹³ Warren E. Buffett est reconnu comme étant l'un des plus grands investisseurs de tous les temps. Il est le président et chef de la direction de Berkshire Hathaway.

¹⁴ Berkshire Hathaway. 1988 Letter to shareholders. Site téléaccessible à <<http://www.berkshirehathaway.com/letters/1988.html>>. Consulté le 27 mai 2018.

¹⁵ Shiller, R. J. (1981). Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends? *The American Economic Review*, 71, 421-436.

subséquents de dividendes. Même si les résultats de Shiller (1981) démontrent que la tendance à long terme du prix d'un titre suit la tendance de la performance de l'entreprise, cette implication n'est pas toujours vraie à court ou moyen terme. Les observations de Shiller (1981) sont sans équivoque:

«We have seen that measures of stock price volatility over the past century appear to be far too high – five to thirteen times too high – to be attributed to new information about future real dividends if uncertainty about future dividends is measured by the sample standard deviations of real dividends around their long-run exponential growth path.» (Shiller, 1981, p. 433)

Tel que démontré par les études de Shiller (1981), les investisseurs ont avantage à voir la valeur intrinsèque d'une entreprise en tant que vecteur et le prix déterminé par le marché en tant qu'onde oscillante autour de ce vecteur de valeur intrinsèque. Les résultats de Shiller (1981) confirment que le prix s'éloigne à de nombreuses reprises de la valeur intrinsèque et qu'il est théoriquement possible de tirer profit de ces variations en capturant un retour éventuel inévitable vers un prix plus représentatif de la valeur.

[Théorie du retour vers la moyenne](#)

De Bondt et Thaler (1985)¹⁶ traitent de la présence d'un phénomène de réaction exagérée dans le marché et exposent qu'il est possible de s'en servir pour obtenir une performance supérieure à celle du marché. Leur étude s'articule autour de deux hypothèses principales : a) les mouvements extrêmes dans les prix des actions sont suivis de mouvements dans la direction opposée ; b) plus les mouvements initiaux des prix des actions sont importants et plus grand est l'ajustement subséquent. Ces auteurs observent que la réaction exagérée est asymétrique, c'est-à-dire qu'elle est plus importante pour les perdants que pour les gagnants. La variation à la baisse du prix des perdants étant plus extrême ou prononcée que les gagnants, l'ajustement subséquent à la hausse du prix de leurs actions est également plus extrême et prononcé. De Bondt et Thaler (1985) observent même que «Thirty-six months after portfolio formation, the losing stocks have

¹⁶ De Bondt, Werner F. M. et Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance*, 40, 793-805.

earned about 25% more than the winners, even though the latter are significantly more risky.» (p. 804). Lakonishok, Shleifer, et Vishny (1994)¹⁷ soulignent également que les investisseurs n'aiment particulièrement pas la détresse, poussant le prix des actions des perdants à devenir sous-évalué, offrant ainsi une surprime de rendement. La recherche d'exploitation du comportement irrationnel du marché est donc plus susceptible de porter fruit suite à de fortes baisses du prix des actions. Selon ces auteurs,

«Some investors tend to get overly excited about stocks that have done very well in the past and buy them up, so that these "glamour" stocks become overpriced. Similarly, they overreact to stocks that have done very badly, oversell them, and these out-of-favor "value" stocks become underpriced.» (Lakonishok, J., Shleifer, A. et Vishny, R. W., 1994, p. 1542).

Hirschey (2003)¹⁸ s'attarde au fait que l'analyse des rendements boursiers sur de longues périodes expose des évidences d'un phénomène de retour vers la moyenne. Tel qu'exposé plus haut, suite à des périodes de forte surperformance face à la moyenne de rendement du marché, le marché produit alors des périodes de forte sous-performance. De la même façon, une période de forte sous-performance est habituellement suivie d'une période de forte surperformance. L'analyse de la performance du SP500 entre mai 1970 et août 2001 permet de constater que le décile des périodes de douze mois ayant subi les pires performances (le pire 10 % des périodes) a connu une baisse moyenne de -17,5 % pour ensuite générer dans les 12 mois suivants des rendements de +14,2 % supérieurs à la moyenne. Hirschey (2003) tente tout d'abord d'expliquer le reversement positif par la théorie économique :

«While economists are not very good at predicting when recessions or business expansions will develop, they are very good at explaining the dynamic process that occurs over the course of the business cycle. During recessions and business slowdowns, profits typically fall. Layoffs and losses mount, especially for fringe competitors. Through bankruptcies and plant closings, industry output shrinks to meet lower demand, and the seeds of

¹⁷ Lakonishok, J., Shleifer, A. et Vishny, R. W. (1994). Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *The Journal of Finance*, 34, 1541-1578.

¹⁸ Hirschey, M. (2003). Extreme Return Reversal in the Stock Market. *Journal of Portfolio Management*, 29, p. 78-90.

the next business recovery are sown. As business recovers, losses disappear and profits resume at levels sufficient to maintain capital investment.»
(Hirschey, 2003, p. 79)

Ces mesures de rationalisation de la part de la direction des entreprises mènent éventuellement à des retours grandissants pour les entreprises survivantes. L'auteur poursuit en expliquant que tant pour les compagnies que pour les industries, les périodes d'expansions et de contraction sont régies par la dynamique du niveau d'investissement vis-à-vis le taux de rendement disponible pour ces investissements. Un investissement prendra place uniquement lorsque le taux de rendement anticipé justifie le niveau de capital investi.

Hirschey (2003) explique que bien que la théorie économique parvienne à expliquer simplement et même prédire l'évolution des cycles de profitabilité chez les entreprises, elle ne parvient pas à décrire et prédire le même phénomène de retour vers la moyenne concernant les rendements des investisseurs. L'auteur en vient également à la conclusion que l'hypothèse du retour vers la moyenne est valide dans le cas des périodes suivant celles de forte surperformance. Par contre, le concept échoue à expliquer les périodes de forte surperformance qui suivent les périodes de forte sous-performance. Il suggère l'utilisation de l'hypothèse de la réaction exagérée telle que proposée par des théories discutant du rôle de la psychologie.

Tel qu'exposé par De Bondt et Thaler (1985)¹⁹, la recherche en psychologie permet d'expliquer que les investisseurs tendent à surpondérer les informations récentes et à sous-pondérer les informations de base précédentes. Hirschey croit que l'hypothèse qu'un biais cognitif de réactions exagérées suite à une longue série de nouvelles négatives puisse produire une situation où le prix ne reflète pas la valeur.

«If investors systematically overweight recent bad news about negative market returns, investor fear can push stock prices far below fundamental economic values. Similarly, if investors systematically overweight recent

¹⁹ De Bondt, Werner F. M. et Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance*, 40, 793-805.

good news about positive market returns, investor greed can push stock prices above fundamental economic values. In both instances, cognitive bias among investors can lead to predictable mispricing.» (Hirschey, 2003, p. 89)

Cet auteur souligne que bien que le marché soit très efficient et rapide à incorporer l'information qui affecte les prix à court terme, le marché a une difficulté systématique à incorporer l'information plus complexe ou qui a des implications à plus long terme. Hirschey (2003) conclut que « More than a simple prescription to "buy fear" or "sell greed", evidence of return reversal in stock market returns gives strong support for the relevance of insightful fundamental analysis. » Il souligne également qu'« In response to a protracted severe drop in the overall market, prudent investment managers might profitably adopt a fully invested and diversified position in high-beta stocks. »

Exploitation par l'approche à contre-courant

Lord Rothschild et Sir John Templeton sont crédités pour deux phrases supportant l'idée d'investir dans des moments de détresses importantes. «*Buy when there's blood in the streets, even if the blood is your own.*» dit Lord Rothschild. «*Invest at the point of maximum pessimism.*» Recommande Sir John Templeton. Peter Lynch, le légendaire investisseur de *Fidelity*, favorise également l'achat de compagnies en défaveur auprès des autres participants du marché. En effet, M. Lynch aime trouver des compagnies avec des noms ennuyants et qui œuvrent dans des industries ennuyantes. L'investisseur légendaire adore lorsque les activités d'une compagnie sont vues comme étant désagréables ou déprimantes, ou lorsqu'il y a des rumeurs négatives à propos de la compagnie. Dans une lecture donnée dans la classe de Robert Shiller à Yale University, Carl Icahn expliquait de vive voix aux étudiants:

«When people get given up on a company, that is the perfect time. But it does not always work because you have to be damn sure you are right because sometimes everybody is right but generally it is not true that they

are right. If you look at the total outlook on a company and everybody is down on it, that is when to look at it.» (Icahn, 2008)²⁰

Dans cette même présentation, Carl Icahn mentionne aussi: «it is very hard to do psychologically but when you buy something the best is generally to buy when everybody thinks you are wrong. The more people that think you are wrong, the better you are going to do in the long run.» (Icahn, 2008)²¹ Warren E. Buffett conseille: «be fearful when other are greedy and greedy when others are fearful». Sir John Marks Templeton, un pionnier de l'émergence des fonds mutuels conseillait une approche similaire :

«A major cause of higher price is higher prices; but when the trend is reversed, then lower prices lead to still lower price. To buy when others are despondently selling and to sell when others are avidly buying requires the greatest fortitude and pays the greatest ultimate rewards. The time of maximum pessimism is the best time to buy and the time of maximum optimism is the best time to sell.»²²

Dans la condition où l'investisseur considère qu'il est possible, même si très difficile, d'obtenir de meilleurs rendements que le marché sur de longues périodes, celui-ci doit être absolument prêt à agir différemment du reste du marché. En effet, si l'investisseur évalue la valeur d'un titre de la même façon que le reste du marché, alors nécessairement cet investisseur ne peut pas s'attendre à faire mieux que le marché. Les plus grandes opportunités de rendement sont présentes lorsque l'investisseur a une opinion qui est différente de celle de l'opinion générale et qu'ultimement cet investisseur ait raison.

Bien qu'une multitude de stratégies soient susceptibles de procurer un rendement supérieur au marché si appliquées correctement, une philosophie d'investissement adoptée par plusieurs grands investisseurs semble particulièrement pertinente dans l'étude du phénomène de renversement extrême tel que défini dans la présente

²⁰ Yale University (2008). *Financial Markets (ECON 252)* : Guest Lecture by Carl Icahn. Site téléaccessible à <https://www.youtube.com/watch?v=HlfgQ4_7EYA>. Consulté le 27 mai 2018.

²¹ *Idem.*

²² Franklin Templeton. *Investment, Insights and inspiration: Words of wisdom from Sir John Templeton*. Site téléaccessible à <<https://www.franklintempleton.ca/downloadsServlet?docid=ht1onizg>>. Consulté le 27 mai 2018.

recherche : l'exploitation des détreesses passagères. David Dreman²³ parle de son approche de la façon suivante:

«I buy stocks when they are battered. I am strict with my discipline. I always buy stocks with low price-earnings ratios, low price-to-book value ratios and higher-than-average yield. Academic studies have shown that a strategy of buying out-of-favor stocks with low P/E, price-to-book and price-to-cash flow ratios outperforms the market pretty consistently over long periods of time.»²⁴

L'approche par la valeur et le concept de marge de sécurité

Dans son essai de 1984 intitulé *The Superinvestors of Graham-and-Doddsville*²⁵, Warren E. Buffett pointe vers un groupe d'individus ayant mieux fait que le marché année après année, et qui sont tous issu d'une origine intellectuelle commune. Ce groupe d'individus ne discute pas du bêta, de *CAPM* ou bien de covariance entre les rendements de différents titres, au point où la plupart ont même de la difficulté à définir ces termes. Buffett explique que ceux-ci ne se concentrent que sur deux variables : le prix et la valeur. Selon lui, ces investisseurs parviennent à obtenir des rendements supérieurs aux marchés sur de longues périodes uniquement par l'exploitation des écarts entre le prix et la valeur des compagnies. Ces observations démontrent qu'il est possible pour un investisseur discipliné de les identifier et exploiter des titres sous-évalués et d'ainsi faire mieux que les marchés sur de longues périodes.

L'écart trop important entre le prix et la valeur intrinsèque peut cependant perdurer bien longtemps. Comme dans la célèbre phrase de John Maynard Keynes²⁶ : «Markets can

²³ David Dreman est un investisseur canadien célèbre pour ses nombreux livres au sujet de la psychologie dans les marchés financiers et de l'approche d'investissement dite contraire.

²⁴ Schiffres, M. (2001). Against the Grain : Profit by buying out-of-favor stocks. *Kiplinger's Personal Finance Magazine*, 55, (6), p. 47.

²⁵ Buffett, W. E. (1984). *The Superinvestors of Graham and Doddsville*. New York: Hermes.

²⁶ John Maynard Keynes est un économiste britannique célèbre du 20^e siècle. Ses idées sur les cycles économiques sont à l'origine de la théorie moderne de macroéconomie.

remain irrational longer than you can remain solvent», Barberis, Shleifer et Vishny (1998)²⁷ affirment que les divergences entre le prix du marché et la valeur intrinsèque peuvent persister étant donné que le sentiment des investisseurs est en partie non prévisible et qu'il puisse devenir encore plus extrême et pousser les prix encore plus loin de la valeur fondamentale. Étant donné qu'il y a un risque que le sentiment des investisseurs devienne encore plus négatif (ou plus positif selon le cas) et que la détérioration du prix (ou son amélioration) se poursuive, les arbitragistes sont moins enclins à prendre de grandes positions pour réduire cet écart, car ils peuvent être averses au risque, utiliser le levier financier ou gérer l'argent de clients.

Contrairement à la pensée populaire que l'investissement par la valeur achète uniquement des titres à bas multiples ou qui ont beaucoup baissé en prix Bill Miller possède une vision assez intéressante de l'approche par la valeur :

«Value investing means really asking what are the best values, and not assuming that because something looks expensive that it is, or assuming that because a stock is down in price and trades at low multiples that it is a bargain. Sometimes growth is cheap and value expensive. The question is not growth or value, but where is the best value.» (Miller, 2007)²⁸

Le grand défi pour les investisseurs est de pouvoir déterminer quel est le bon moment pour acheter ou vendre les actions ciblées. Peu importe la méthode d'évaluation de la valeur, que ce soit par comparaison avec les pairs, actualisation des flux monétaires futurs ou une autre approche, Ben Graham introduit dans son livre *The Intelligent Investor*²⁹, le fameux chapitre 20 : *Margin of Safety as the Central Concept of Investment*. Le père de l'investissement par la valeur indiquait dans le premier paragraphe : «Confronted with a like challenge to distill the secret of sound investment into three words, we venture the

²⁷ Barberis, N., Shleifer, A. et Vishny, R. (1998). A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49, (3), 307-343.

²⁸ Legg Mason Value Trust. 2006 Letter to shareholders. Site téléaccessible à <<http://ir.leggmason.com/File/Index?KeyFile=3328501>>. Consulté le 27 mai 2018.

²⁹ Graham, B. et Zweig, J. (2006). *The Intelligent Investor : a book of practical counsel, revised edition*. New York : First Collins Business Essentials (1^{re} éd. 1949).

motto, MARGIN OF SAFETY. This is the thread that runs through all the preceding discussion of investment policy.» (p. 512)

Ben Graham, entre autres à travers son concept de marge de sécurité, insiste sur l'importance pour l'investisseur de se protéger contre la baisse potentielle de la valeur d'un investissement. La marge de sécurité consiste en la différence entre le prix donné par le marché et l'estimation faite par un investisseur. Plus le prix du marché est bas relativement à la valeur estimée et plus la marge de sécurité est grande. Il semble que les investisseurs par la valeur portent une attention bien particulière à la possibilité de perdre de l'argent et que la recherche d'une marge de sécurité est une façon additionnelle de contrôler le risque. Warren E. Buffett, dans l'expression des règles à suivre pour l'accumulation de la richesse, mentionne que la première règle était de ne jamais perdre de l'argent et que la deuxième est de ne jamais oublier la première! Contrairement à la plupart des investisseurs qui se concentrent uniquement sur le rendement potentiel, plusieurs investisseurs à succès se concentrent sur le risque et considèrent que le rendement prendra soin de lui-même. Prem Watsa indique que: «Value investing is all about downside protection – and then trying to make a return on the upside.»³⁰

L'importance du concept de la marge de sécurité vient du fait que l'investisseur puisse se tromper dans son évaluation des titres et qu'il doive protéger son investissement contre les vicissitudes du temps. Par exemple, Seth Klarman discute de l'importance de favoriser les compagnies ayant une abondance de valeur tangible à la place d'éléments intangibles tels le goodwill ou les propriétés intellectuelles: «Since investors cannot predict when values will rise or fall, valuation should always be performed conservatively, giving considerable weight to worst-case liquidation value as well as to other methods.» (Klarman, 1991, p. 91)

³⁰ Barnes, J. (2011). Prem Watsa, CFA, explains his value-investing approach and the power of patience. *CFA magazine*, 22, (5.8), p.34.

L'ampleur de la marge de sécurité varie nécessairement dans le temps. Plus la marge de sécurité est grande, et plus l'analyse suggère un titre sous-évalué et plus une décente additionnelle de prix est théoriquement limitée. Cette implication se base nécessairement sur la conclusion présentée plus haut que le prix varie beaucoup plus que la valeur intrinsèque. Plus le prix s'éloigne à la baisse de la valeur intrinsèque, plus la marge de sécurité est grande et, par le fait même, plus le gain potentiel est important lors du réajustement, créant ainsi une situation d'asymétrie positive où la baisse additionnelle du prix est limitée et la montée potentielle est grande.

Considération des facteurs psychologiques en jeux

De nombreux académiciens et investisseurs professionnels discutent de l'importance du rôle du comportement excessif du marché et des implications psychologiques dans l'éloignement trop prononcé du prix vis-à-vis la valeur intrinsèque. Ben Graham propose dans son ouvrage *The Intelligent Investor*³¹ l'adoption une vision bien particulière du marché. Le père de l'approche par la valeur propose que les investisseurs doivent s'imaginer être en affaires avec un partenaire qui se nomme «Mr. Market». À tous les jours, «Mr. Market» dicte des prix pour différents actifs et les investisseurs sont libres de transiger ou non à ces prix avec ce partenaire possédant de grands troubles émotionnels. Dans sa lettre annuelle aux actionnaires de Berkshire Hathaway de 1987, Warren E. Buffett avait ceci à dire à propos des états d'âme du marché :

«At times Mr. Market feels euphoric and can see only the favorable factors affecting the business. When in that mood, he names a very high buy-sell price because he fears that you will snap up his interest and rob him of imminent gains. At other times he is depressed and can see nothing but trouble ahead for both the business and the world. On these occasions he

³¹ Graham, B. et Zweig, J. (2005). *The intelligent investor: A book of practical counsel*. New York : Collins Business Essentials.

will name a very low price, since he is terrified that you will unload your interest on him.» (Buffett, 1988)³²

Buffett partage alors au lecteur que «Mr. Market» est là pour servir l'investisseur aguerri et non pour le guider. L'investisseur légendaire mentionne que l'investisseur à succès est celui qui est en mesure de combiner un sens de compréhension des compagnies et une habileté à isoler ses pensées et ses comportements des émotions contagieuses du marché. Les propos de Buffett et l'allusion de «Mr. Market» faite par Mr. Graham soulignent l'importance d'être conscient des forces psychologiques présentes dans les marchés afin d'en tirer avantage.

L'intelligence émotionnelle est certainement l'un des éléments les plus importants dans le succès à long terme des grands investisseurs. En effet, ceux-ci sont conscients que le plus grand ennemi d'un investisseur est probablement lui-même. Ceux qui gardent la tête froide lorsque les autres vivent des moments de paniques ou d'euphorie ont le plus grand succès. Seth Klarman précise ceci par rapport à l'importance de l'intelligence émotionnelle :

«Successful investors tend to be unemotional, allowing the greed and fear of others to play into their hands. By having confidence in their own analysis and judgement, they respond to market forces not with blind emotion but with calculated reason. Successful investors, for example, demonstrate caution in frothy markets and steadfast conviction in panicky ones. Indeed, the very way an investor views the market and its price fluctuations is a key factor in his or her ultimate investment success or failure.» (Klarman, 1991, p. 9)

L'importance de l'intelligence émotionnelle prend tout son sens après la prise de conscience que d'agir de façon différente à celle du reste du marché est nécessaire à l'obtention de résultats supérieurs. En effet, lorsque le marché adopte une vue opposée à la sienne, il peut être facile de succomber à la pression de conformité exercée par le marché. Dans l'esprit de l'adage perse popularisé par le poète anglais Edward Fitzgerald,

³² Berkshire Hathaway. 1987 *Letter to shareholders*. Site téléaccessible à <<http://www.berkshirehathaway.com/letters/1987.html>>. Consulté le 27 mai 2018.

«This too shall pass», l'investisseur à succès est celui qui sait exercer de patience et de conviction face à ses idées. Si l'évaluation faite par l'investisseur est valable, et que le marché est en désaccord à court terme, celui-ci doit se rappeler de l'allusion évoquée par Ben Graham dans ses classes et soulevée par Warren E. Buffett : «In the short-run, the market is a voting machine – reflecting a voter-registration test that requires only money, not intelligence or emotional stability – but in the long-run, the market is a weighing machine.» (Buffett, 1994) ³³

Bien qu'il lui faut garder une indépendance d'esprit et ne pas avoir peur d'agir à l'encontre du reste du marché, l'investisseur doit tout de même être en mesure de reconnaître lorsqu'il est dans le tort et doit agir rapidement afin de remédier à la situation. L'investisseur à succès est donc en mesure de reconnaître ses erreurs, mais également d'apprendre d'elles. Carl Icahn³⁴ discute de l'importance d'attendre le bon moment avant de mettre en application une idée d'investissement : «In life as in business, there are two cardinal sins. The first is to act precipitously without thought, and the second is not to act at all.»³⁵ Afin d'approfondir le sujet des biais psychologiques en cause, le lecteur est invité à se référer en premier temps à l'article intitulé *Aspects of Investor Psychology* de Kahneman et Riepe (1998)³⁶ qui expose une multitude de biais présents chez les investisseurs ainsi que les moyens d'identifier ces biais et d'y faire face. Le lecteur est également invité à consulter l'article approfondi de Hirshleifer (2001)³⁷ intitulé *Investor Psychology and Asset Pricing* qui révisé en profondeur une multitude de biais psychologiques et fait la revue de différents modèles permettant d'intégrer les biais psychologiques à l'évaluation d'actifs. Finalement, l'ouvrage de Kahneman (2011)³⁸

³³ Berkshire Hathaway. 1993 *Letter to shareholders*. Site téléaccessible à <<http://www.berkshirehathaway.com/letters/1993.html>>. Consulté le 27 mai 2018.

³⁴ Carl Icahn est un investisseur et homme d'affaires célèbre oeuvrant aux États-Unis en tant qu'investisseur activiste. Il est le fondateur de Icahn Enterprises.

³⁵ CNN Money. *Letter to Time Warner Shareholders (October 2005)*. Site téléaccessible à <http://money.cnn.com/2005/10/11/news/fortune500/icahn_letter/index.htm>. Consulté le 27 mai 2018.

³⁶ Kahneman, D. et Riepe, M. W. (1998). *Aspects of Investor Psychology*. *The Journal of Portfolio Management*, 24, 4, p.52-65.

³⁷ Hirshleifer, D. (2001). *Investor Psychology and Asset Pricing*. *The Journal of Finance*, 56, 4, p. 1533-1597.

³⁸ Kahneman, D. (2011). *Thinking, Fast and Slow*. Toronto: Anchor Canada.

intitulé *Thinking, Fast and Slow* en est également un particulièrement intéressant sur le sujet.

Questions et objectifs de l'étude

Plusieurs grands investisseurs sont parvenus à obtenir des rendements supérieurs à ceux du marché grâce à l'exploitation des divergences de variations entre le prix des actions et les éléments fondamentaux à la performance des entreprises, majoritairement causées par des implications de nature psychologiques. Alors que ces conclusions suggèrent l'adoption d'une approche d'investissement de type contraire, la présente recherche s'élabore dans un but d'exploitation du phénomène de renversement extrême observé empiriquement tel que défini par l'auteur : une baisse de -50 % avant le point creux, suivi d'une hausse d'au moins +200 % depuis ce même point creux, au cours d'une période maximale de 3 ans.

Bien qu'il existe plusieurs situations où le prix des actions de compagnies ayant subi une forte dégringolade ne remonte pas rapidement voir jamais, la présente recherche se concentre uniquement sur un échantillon de compagnies ayant bel et bien effectué un renversement extrême. Le choix de cette méthodologie est expliqué plus en profondeur dans la section de méthodologie de recherche.

Question de recherche

Quels sont les éléments communs observés chez plusieurs d'entreprises variées ayant vécu le phénomène noté de reversement extrême, qui permettent d'en acquérir une meilleure compréhension afin de faciliter son exploitation?

Questions spécifiques

- De quelle façon se déroule la concordance entre l'évolution du prix de l'action et la valeur, définie par les résultats financiers?

- Quels sont les multiples d'évaluation des entreprises étudiées aux différentes étapes du processus de renversement extrême?
- Quels semblent être les principaux éléments en jeu au cours des différentes phases d'un renversement extrême et qui sont le plus susceptibles d'être responsables des variations de prix?
- Comment un investisseur aguerri peut-il exploiter ce phénomène à l'aide des observations faites et des conclusions tirées?

Objectif de recherche

L'objectif est d'acquérir une meilleure compréhension du phénomène de renversement extrême par l'observation des similitudes présentes à ses différentes phases de réalisation dans le but de faciliter son exploitation et réaliser un rendement extraordinaire. L'approche privilégiée de la théorie enracinée a pour objectif de donner des idées et des bases pour établir éventuellement une stratégie qui pourrait être répliquée.

Sous-objectifs de recherche

- Observer l'évolution du prix vis-à-vis l'évolution des résultats financiers des compagnies et de leurs multiples d'évaluations aux différentes phases du renversement.
- Procéder à une catégorisation des éléments observés afin de faciliter l'identification des points clés responsables du phénomène.

- Acquérir une meilleure compréhension du phénomène et des enjeux responsables de la présence et de la réalisation du phénomène de renversement extrême.
- Fournir à l'investisseur aguerri un outil d'aide à la prise de décision.

Méthodologie

Choix de l'approche utilisée

L'auteur juge qu'une approche plus ouverte de type exploratoire permettra dans le cadre de cette recherche d'en arriver à des conclusions plus ouvertes. En effet, une méthode traditionnelle de validation d'hypothèses de recherche risque d'omettre des éléments importants à la compréhension du phénomène et de son application chez les entreprises étudiées. L'analyse par théorisation ancrée, ou méthodologie de la théorisation enracinée (MTE), cadre ici parfaitement dans la poursuite des objectifs de recherche.

Cette méthodologie permet de développer une théorie à partir de situations observées sur le terrain. Glaser et Strauss (1967)³⁹ furent les premiers à officiellement proposer cette méthode. Luckerhoff et Guillemette (2012) expliquent que la MTE est une approche inductive dont la finalité est de générer des théories.⁴⁰ Le mot «enracinée» provient du fait que la méthode cherche à générer des éléments théoriques qui sont «enracinés» dans les données du terrain. Par la compréhension du phénomène, le présent mémoire cherche en effet à générer une théorie du phénomène de renversement extrême. Plutôt que de chercher à prouver une ou plusieurs hypothèses, comme c'est le cas pour l'approche hypothético-déductive, la MTE vise plutôt l'exploration de situations

³⁹ Glaser, B. et Strauss, A.L. (1967). *The Discovery of Grounded Theory*. Chicago : Aldine.

⁴⁰ Luckerhoff, J. et Guillemette, F. (2012). *Méthodologie de la théorisation enracinée. Fondements, procédures et usages*. Québec : Presses de l'Université du Québec.

empiriques et l'identification de concepts pertinents. Tel que Luckerhoff et Guillemette (2012) le mentionnent, cette méthodologie vise à renverser l'ordre traditionnel de la démarche scientifique, en donnant priorité au terrain pour ensuite avoir recours aux écrits scientifiques. «Les lunettes du chercheur ne sont donc pas créées par la référence aux écrits scientifiques, mais plutôt par une fréquentation assidue du terrain.» (p. 4)⁴¹

Un article en particulier est très intéressant dans le contexte de la présente recherche afin de guider dans la méthodologie de recherche utilisée : *Building Theories from Case Study Research*⁴² de l'auteur Kathleen M. Eisenhardt à l'Université Stanford. L'article rassemble plusieurs recherches effectuées selon la MTE et propose un récapitulatif des étapes à employer afin de bien respecter ce cadre d'analyse. Cet article, central à la méthodologie employée dans la présente recherche, sert de guide à l'élaboration des différents éléments de méthodologie exposés ici-bas.

Sélection de l'échantillon

Eisenhardt (1989) expose que le choix de l'échantillon dans l'application de la MTE se base sur des raisons théoriques et non statistiques. Les cas empiriques sont utilisés en tant qu'exemples permettant de faciliter l'émergence d'éléments théoriques du renversement extrême. Eisenhardt (1989) expose qu'il n'est pas nécessaire, ni même préférable de choisir l'échantillon sur une base aléatoire. Le but doit avant tout être de choisir des cas étant susceptibles de favoriser l'émergence de la théorie, contrairement à une recherche plus traditionnelle ayant pour but de rassembler un échantillon permettant l'apport d'évidences statistiques précises sur les distributions de variables dans une population. Eisenhardt (1989) expose une variété de cas dans la littérature où la méthode d'échantillonnage non aléatoire est utilisée. Pettigrew (1990)⁴³ a par exemple planifié sa recherche sur les changements stratégiques et l'environnement compétitif par

⁴¹ *Ibid.*, p. 4.

⁴² Eisenhardt, K. (1989). Building Theories from Case Study Research. *The Academy of Management Review*, 14, 532-550.

⁴³ Pettigrew, A. (1990). Longitudinal field research on change: Theory and practice. *Organization Science*, 1, 3, 267-292.

l'étude de 8 firmes. Eisenhardt (1989) mentionne que bien qu'il n'y ait pas de nombre idéal de firmes à choisir, un nombre de 4 à 10 semble être idéal. En effet, «With fewer than 4 cases, it is often difficult to generate theory with much complexity, and its empirical grounding is likely to be unconvincing [...]. With more than 10 cases, it quickly becomes difficult to cope with the complexity and volume of the data.» (p. 545.) Eisenhardt (1989) soulève l'exemple de Harris et Sutton (1986)⁴⁴ qui se sont intéressés aux organisations mourantes. Dans le but de développer un modèle applicable à travers les différents types d'organisation, ces auteurs ont délibérément choisi des organisations variées dans une population d'organisations mourantes.

Afin de réduire le risque d'échantillonnage et de démontrer que l'approche est bel et bien viable dans le temps, la présente recherche couvre quatorze compagnies sous neuf années différentes et 12 secteurs. De plus, plusieurs compagnies ayant des noms familiers sont également incluses afin de démontrer que le phénomène est aussi présent chez des compagnies bien connues. Cette variété d'échantillonnage permet de contrôler la qualité de l'échantillon tel que discuté par Eisenhardt (1989) et de renforcer l'idée de «réplicabilité». L'identification d'un échantillon préliminaire pour la présente recherche est effectuée à l'aide de *Google Finance* afin de naviguer d'une compagnie à l'autre et noter celles qui ont effectué un renversement extrême tel que défini dans la présente recherche. L'objectif est d'identifier suffisamment de compagnies ayant vécu le phénomène afin d'obtenir une multitude de choix pour la sélection de l'échantillon final. Le critère initial pour la sélection préliminaire des titres à l'étude est qu'au cours d'une période de 3 ans ou moins, le prix de l'action doit avoir connu une baisse d'au moins 50 % pour ensuite effectuer une remontée de plus de 200 %. Sans toutefois être le principal critère, les titres qui ont vécu la montée subséquente la plus importante sont priorisés. L'échantillon est également restreint à la période 2002 – 2014 au point creux. Seule la variation de prix est considérée lors de cette étape initiale de sélection de titres préliminaires et aucun autre élément n'est considéré. Suite au regroupement d'un

⁴⁴ Harris, S., et Sutton, R. (1986). Functions of parting ceremonies in dying organizations. *Academy of Management Journal*, 29, 5-30.

nombre élevé de compagnies, l'auteur a procédé à la sélection de 14 compagnies réparties sur l'ensemble de la période étudiée sous une variété d'industries.

Le choix final des compagnies a été fait de façon arbitraire par l'auteur, en considérant l'ampleur des gains potentiels, la variété des industries et l'année où le creux se produit. Le choix de l'échantillon est effectué dans un but d'émergence d'une théorie et non statistique tel que c'est le cas habituellement pour les études en finance. L'échantillon doit donc permettre de faciliter l'émergence d'éléments théoriques en lien avec le phénomène de renversement extrême afin d'en acquérir une meilleure compréhension et faciliter son exploitation.

Pistes d'exploration

Bien que la méthodologie exploratoire utilisée (MTE) ne requière pas l'identification d'hypothèses initiales, l'auteur soulève tout de même quelques pistes d'exploration.

Évolution des résultats financiers

Une première piste est celle de la concordance avec les résultats financiers. En effet, la recherche d'efficience gravite autour d'une relation juste entre le prix des actions et la valeur de l'entreprise dérivée par l'évolution de ses résultats financiers futurs. Il est donc possible de suggérer que le prix des actions des compagnies à l'étude reflète une évolution tout aussi extrême des principaux résultats financiers.

Éléments qualitatifs

Plusieurs éléments qualitatifs entrent aussi en jeu et causent des ajustements rapides du prix des actions : un changement de direction stratégique, l'avènement d'un événement inattendu, des acquisitions importantes ou la déclaration d'importants contrats, des gains de parts de marché, le changement de haute direction ou tout autre élément pouvant impacter l'évaluation de la valeur des entreprises. Les commentaires

généraux de la haute direction sur l'évolution de la performance de leur entreprise peuvent également influencer le prix des actions des compagnies à l'étude.

Évolution des anticipations

Étant donné que le prix d'une compagnie aujourd'hui est la représentation des anticipations du marché face à la rentabilité et le risque futur de l'entreprise, l'évolution de ces anticipations a sans doute un rôle important dans l'évolution du prix des actions. Se peut-il que ces changements rapides de prix des actions soient le résultat de baisses ou de hausses successives des anticipations de résultats? Un retour vers des résultats positifs chez les compagnies à l'étude peut être mal anticipé par les investisseurs.

Influence d'éléments externes

Étant donné que chacune des compagnies à l'étude œuvre dans une industrie donnée. Il est également possible que l'évolution du prix des actions soit affectée par l'évolution de leur industrie. En effet, même si une entreprise peut montrer des résultats favorables, il est possible de supposer que des éléments de natures externes puissent aussi causer des variations négatives ou positives du prix des actions.

Présence de biais psychologiques en cause

Finalement, il est maintenant reconnu que plusieurs éléments de nature psychologiques entrent en cause. Les biais psychologiques observés chez les investisseurs sont liés à la création de nombreuses inefficiences tels que des baisses ou des hausses trop prononcées du prix des actions, causées par un sentiment trop pessimiste ou optimiste, suivi de réajustements inverses rapides.

Types de données et sources d'information

La suggestion des différentes pistes d'exploration permet de constater que les observations faites tournent autour de données quantitatives ou qualitatives. La

publication des communiqués de presse est un élément commun chez l'ensemble des compagnies à l'étude et est une source riche d'information abordant l'ensemble des pistes d'exploration suggérées. Leur disponibilité et leur publication directe par les compagnies à l'étude (ne sont pas altérés par des commentateurs ou journalistes) en fait la source d'information de choix sur laquelle la présente recherche se base. Ces communiqués de presse permettent non seulement d'observer les éléments et événements prenant place chez les compagnies à l'étude, mais également d'obtenir les commentaires et les subtilités soulignées par la direction des entreprises. Bien que ces communiqués de presse affichent également l'évolution des résultats financiers quantitatifs, l'utilisation du logiciel de données financières *Fact Set* permet d'obtenir de façon rapide et véridique l'ensemble des états financiers publiés durant les périodes étudiées.

Eisenhardt (1989) adresse l'avantage d'utiliser à la fois des données qualitatives et quantitatives dans l'approche de la théorie enracinée. Bien que les recherches puissent porter uniquement sur des données quantitatives ou qualitatives, une combinaison des deux types de données peut être hautement synergique. Mintzberg (1979) décrit cette synergie de la façon suivante :

«For while systematic data create the foundation for our theories, it is the anecdotal data that enable us to do the building. Theory building seems to require rich description, the richness that comes from anecdote. We uncover all kinds of relationships in our hard data, but it is only through the use of this soft data that we are able to explain them.» (p.582) ⁴⁵

Collecte et classification initiale des données

Étant donné le caractère exploratoire de la présente recherche, la collecte de donnée doit se faire de façon large. Eisenhardt (1989) soulève qu'étant donné que nous

⁴⁵ Mintzberg, H. (1979). An emerging strategy of direct research. *Administrative Science Quarterly*, 24, 580-589.

ne savons pas de prime abord les éléments d'influence, il importe de réagir à l'ensemble de l'information plutôt que de choisir uniquement certains éléments qui semblent à première vue plus importants. Un processus itératif d'annotation et de classification des données permettra d'en arriver à des catégories principales d'analyse.

La période étudiée se base sur le point central du renversement qu'est le point creux du prix de l'action. Afin d'obtenir un portrait global des éléments présents autour de ce point central de reversement, la collecte de communiqués de presse se fait pour une période de six trimestres avant et après ce point clé (douze trimestres en tout). La collecte des résultats financiers quantitatifs est faite sur une période plus longue de 12 trimestres avant le point creux et de 8 trimestres après. La collecte de 12 trimestres avant le point creux permet d'obtenir 8 périodes de résultats cumulatifs des quatre trimestres précédents. Un total de 16 périodes, huit avant et huit après le creux, sont donc obtenues pour les résultats quantitatifs. La différence entre la longueur de périodes collectées réside principalement dans la complexité et la longueur de la collecte de donnée. En effet, étant donné que la collecte des informations contenues dans les communiqués de presse doit être faite par l'ouverture d'un communiqué de presse à la fois pour chacune des 14 compagnies à l'étude, le processus est long et laborieux. L'auteur juge qu'un total de douze trimestres, soit six avant le point creux et six après, de collectes de données qualitatives permettent à la fois de refléter la période établie pour le renversement extrême (maximum 3 ans) et alléger le processus de collecte, sans toutefois le négliger. Concernant les données quantitatives de résultats financiers, leur collecte se fait très rapidement et permet d'allonger la période d'observation et de bonifier la qualité d'analyse. L'ensemble des éléments financiers présents dans l'état des résultats, le bilan et l'état des flux de trésorerie sont collectés.

La classification des informations identifiées dans les communiqués de presse se fait dans un premier temps par date de publication. La classification subséquente des éléments collectés prend place dans le processus de catégorisation des données, lequel est élaboré plus loin. Les résultats financiers de nature quantitative sont classifiés en fonction du

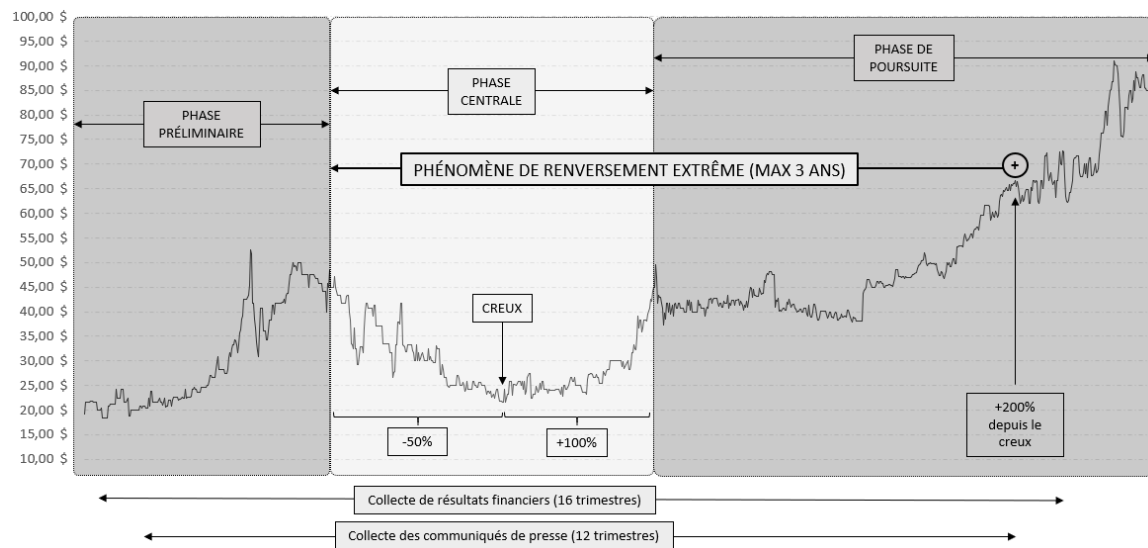
point central de renversement. En effet, le trimestre 0 (t_0) représente celui dans lequel le point de renversement s'effectue pour chacune des compagnies à l'étude et représente le dernier trimestre publié en possession des investisseurs au moment du creux du prix de l'action. Les résultats financiers trimestriels publiés autour de ce t_0 sont alors dénommés $t-1$, $t-2$, etc. et $t+1$, $t+2$, etc.

Finalement, les éléments collectés sont séparés sous trois phases distinctes qui représentent les différentes étapes du processus de renversement extrême. Ces étapes de renversement sont définies en tant que phase préliminaire, phase centrale et phase de poursuite. Les prochains paragraphes expliquent en détail la définition et la justification de ces phases.

Définitions et justifications des phases étudiées au cours du phénomène

Dans le but de faciliter une meilleure compréhension du phénomène général de renversement extrême tel que défini ici, ainsi que l'identification des différents éléments en jeu, la présente recherche sépare le phénomène en trois phases distinctes. La durée des périodes de la première phase et de la troisième phase sont définies en fonction de la deuxième phase, soit la phase centrale. Cette deuxième phase est considérée par le chercheur comme étant centrale étant donné qu'il s'agit de celle où le renversement du prix de l'action s'effectue. En établissant le point creux comme étant au cœur de l'analyse, les données financières trimestrielles des douze trimestres précédents à ce creux ainsi que les douze suivants sont collectées. En observant ces résultats sur une base mobile des quatre derniers trimestres, il en résulte huit périodes de quatre trimestres avant et après le point creux. Concernant la collecte de données des communiqués de presse, six trimestres avant et après le creux sont analysés. Le graphique ci-bas illustre le cadre d'analyse de la recherche et est expliqué dans les paragraphes qui suivent :

Tableau #1 : Illustration des trois principales phases à l'étude.



Phase centrale du renversement (2^e phase)

La phase centrale du renversement prend comme point d'ancrage le point creux du renversement, soit le point où le prix de l'action est le plus bas. Cette phase comporte donc une décente, parfois une stabilisation, et une montée du prix de l'action. Le point d'entrée en cette phase centrale se trouve au moment où le prix de l'action entame cette portion finale de décente étant donné que le phénomène de renversement se définit dans la présente recherche comme ayant subi une décente d'au moins -50 % (la décente totale est virtuellement toujours plus que -50 %), et que l'échantillon fut choisi de cette façon. Dans une optique de prise de décision future, le lecteur sera en mesure d'identifier des compagnies ayant effectué une descente de plus de 50 % et chercher à identifier la présence des éléments qui seront soulevés dans cette recherche afin de juger si peut-être la compagnie est à la veille d'un renversement extrême. La phase centrale du renversement prend fin lorsque le renversement initial est complété soit au point où le prix de l'action retrouve le même niveau que celui au point d'entrée de la phase. À ce moment, le prix de l'action aura donc complété une montée de +100 % depuis le point creux. La phase centrale est donc établie en fonction des variations de pourcentage ciblées et non en fonction de sa durée.

Phase préliminaire (1^{ère} phase)

La phase préliminaire, ou phase de contexte, permet de faire un meilleur état de la situation avant que le prix de l'action n'entame sa décente finale. Cette phase préliminaire débute donc huit trimestres avant le point creux, tel qu'expliqué ci-haut, et se termine au moment où le prix de l'action entame sa décente finale de -50 % avant que le renversement s'effectue. La présente recherche définit un renversement extrême comme étant une baisse d'au moins -50 % suivi d'une montée d'au moins 200 %, le tout sur une période maximale de trois ans. La phase préliminaire ne fait donc pas partie de la définition du renversement extrême. Par contre, l'auteur juge que l'inclusion de cette période enrichit grandement l'analyse afin de mieux comprendre l'état des compagnies et des événements avant même que la phase centrale du renversement s'enclenche.

Phase de poursuite vers un renversement extrême (3^e phase)

La phase de poursuite est celle qui cristallise le renversement extrême soit celle où le prix de l'action est poussé à des niveaux supérieurs à 200 % depuis le point creux de la phase centrale du renversement. La phase de poursuite débute lorsque le prix de l'action complète son renversement initial, soit +100 % de rendement depuis le creux, et se termine huit trimestres après le creux. Tel qu'exposé plus haut dans le choix de l'échantillon, il est donc fréquent d'observer des rendements réalisés supérieurs à 200 % depuis le creux. L'auteur juge que tout comme pour la phase préliminaire, l'analyse de huit trimestres après le creux permet d'enrichir grandement la compréhension de la cristallisation du phénomène, même si le renversement extrême tel que défini dans la présente recherche peut être possiblement complété beaucoup plus rapidement.

Méthode de Catégorisation et d'analyse des résultats

La démarche détaillée par Eisenhardt (1989) implique de passer en revue les informations recueillies et de prendre au fur et à mesure des notes vis-à-vis ce qui est observé et ce qui peut en être analysé. Il est important dans un premier temps de décrire toutes impressions soulevées et chercher à réagir à toute l'information publiée plutôt que

de choisir uniquement certains éléments qui semblent plus importants. Le but de ces notes de terrain est d'identifier des similitudes ou relations entre les différentes notes prises. La lecture et l'annotation répétée des éléments collectés permettent graduellement d'en arriver au regroupement par thèmes des différents éléments observés. Ces différents thèmes identifiés permettent ensuite d'en déduire des catégories d'éléments principaux qui servent de pilier à l'élaboration d'éléments théoriques. Le processus réitératif d'établissement des catégories s'effectue en deux étapes principales : l'analyse *intracas* et l'analyse *intercas*.

Analyse intracas

La première étape d'analyse *intracas* permet de filtrer et organiser une première fois l'information. Eisenhardt (1989) soulève qu'il n'y a pas de format standard pour cette partie de l'analyse. En fait, l'auteure mentionne qu'il y a probablement autant d'approches qu'il y a de chercheurs. Ici, le but principal est de se familiariser profondément avec chaque cas en soi :

«This process allows the unique patterns of each case to emerge before investigators push to generalize patterns across cases. In addition, it gives investigators a rich familiarity with each case which, in turn, accelerates cross-case comparison.» (p. 540)

Pour cette étape cruciale d'analyse *intracas*, l'auteur procède en deux étapes principales. La première étape principale d'analyse intracas se fait par une superposition de l'évolution du prix des actions à l'évolution des données financières clés de l'état des résultats dans le but de constater la concordance entre le prix et l'évolution de la valeur, définie par des éléments de l'état des résultats et des flux monétaires. Deuxièmement, les éléments de communiqués de presse sont superposés chronologiquement sur le graphique d'évolution de prix afin de constater l'influence des différents éléments sur le mouvement de prix d'une compagnie donnée. L'ensemble des résultats de ce processus peut être consulté en Annexe A. Le calcul des multiples d'évaluation principaux ainsi que

l'évolution des marges et des niveaux de rentabilité sont aussi comparés au déroulement des différentes phases de renversement afin de mieux observer le risque perçu par le marché.

Analyse intercas

L'analyse *intercas* quant à elle se fait dans un but d'identification de similitudes entre les observations intracas. Eisenhardt (1989) suggère de classer les cas dans des sous-catégories ou dimensions et de regarder premièrement pour des similitudes intracatégoriques et ensuite des similitudes inter-groupes. Ces catégories peuvent soit être suggérées par le chercheur ou par la littérature.

«For example, in a study of strategic decision making. Bourgeois and Eisenhardt (1988)⁴⁶ sifted cases into various categories including founder run vs. professional management, high vs. low performance, first vs. second generation product, and large vs. small size. Some categories such as size and product generation revealed no clear patterns, but others such as performance led to important patterns of within-group similarity and across-group differences.» (p. 540)

Le but de l'analyse *intercas* est de voir l'information sous un ensemble d'angles structurés et diversifiés afin de tirer des conclusions qui vont au-delà des impressions initiales émergentes durant l'analyse *intracas*. La lecture et l'annotation répétée des éléments de communiqués de presse permettent d'en arriver à une catégorisation des principaux éléments observés à travers l'ensemble des compagnies à l'étude. L'identification de ces catégories principales est capitale au succès de la présente recherche étant donné que ces catégories serviront de piliers d'analyse à l'émergence d'éléments théoriques. L'auteur procède ensuite à l'élaboration de tableaux comparatifs exposant visuellement la présence ou non d'éléments sous les catégories principales étudiées, et ce, classé par

⁴⁶ Bourgeois, L. et Eisenhardt, K. (1988) Strategic decision processes in high velocity environments: Four cases in the microcomputer industry. *Management Science*, 34, 816-835.

compagnie et par phase de phénomène de renversements. Ces tableaux exposent également la fréquence des observations pour une catégorie et une compagnie donnée et seront exposés au lecteur dans l'analyse par catégorie.

L'analyse comparative des résultats financiers quantitatifs des compagnies à l'étude s'effectue également sous forme de tableau que ce soit tant au niveau des multiples d'évaluation que de l'évolution des résultats financiers. La présentation de l'évolution des données financières est définie par les phases de renversement.

Présentation des résultats

La présentation générale des résultats se fait en deux parties principales. Une première partie s'attarde au phénomène de concordance entre l'évolution des résultats financiers et le prix à travers les trois principales phases de renversement. Elle expose également l'évolution de différents multiples d'évaluation. Tout au long de l'analyse, le lecteur sera en mesure de noter les conclusions exposées par l'auteur.

La deuxième partie de la présente recherche s'attarde aux éléments collectés à travers les communiqués de presse. Leurs collectes et lectures permettent à l'auteur d'identifier une série de catégories explicatives qui seront exposées une à une à travers les trois phases de renversement. Après avoir exposé les éléments d'une catégorie, l'auteur expose ses conclusions face à la compréhension du phénomène et suggère des implications pour les investisseurs qui désirent exploiter le phénomène de renversement.

Finalement, l'auteur présente à la fin du mémoire un outil d'aide à la décision pour l'investisseur aguerri qui tente d'identifier une compagnie en phase de renversement extrême et désire l'exploiter adéquatement. Ce tableau d'aide à la décision expose les principales conclusions tirées par l'auteur et permet un rappel des éléments à surveiller sous chaque partie d'analyses faites dans le présent mémoire. Une explication générale du phénomène est également offerte.

Données et résultats

Portrait de l'échantillon choisi

Aux fins de rappel, les compagnies à l'étude doivent être cotées sur les bourses nord-américaines et avoir effectué un renversement extrême entre la période 2002 et 2014 tel que défini en tant qu'une descente de prix de l'action d'au moins -50 % pour ensuite plus que tripler du creux, le tout en moins de 3 ans. Le processus initial d'identification d'un échantillon préliminaire a permis d'identifier plus de 200 compagnies ayant effectué le processus de renversement extrême. L'idée générale de sélection de l'échantillon repose sur le désir d'en arriver à l'identification d'éléments théoriques enracinés dans les observations empiriques. L'échantillon final considère : l'importance du rendement potentiel suivant le creux, la popularité de la compagnie en ce sens qu'elle est connue de la majorité des gens, l'année où le creux s'effectue et finalement la variété des industries.

La recherche de cas où le renversement est le plus extrême possible, en termes de rendement subséquent au creux, est tout à fait en ligne avec son premier désir de réaliser des rendements exceptionnels et de battre les marchés sur une longue période. Le fait de couvrir plusieurs périodes et industries permet d'en arriver à une approche plus générale afin de suggérer des bases et des idées qui pourraient être utilisées pour l'établissement d'une stratégie d'investissement. Le tableau suivant expose le choix de l'échantillon final :

<i>Nom</i>	<i>Descente max.</i>	<i>Gain max sur période</i>	<i>Date du Creux</i>	<i>Industrie</i>	<i>Prix min.</i>	<i>Cap. bours. Min. (M\$)</i>	<i>Val. Entr. (M\$)</i>
Couche-Tard	-62 %	250 % +	03/2003	Consommation de base	2,17 \$	1 134	1 412
NutriSystem	-70 %	4 600 % +	08/2004	Services consommateurs	1,20 \$	35	32
Deckers Outdoor	-63%	450 % +	10/2005	Vente au détail	17,16 \$	220	215
Catamaran Corp	-68 %	600 % +	03/2008	Services de santé	5,04 \$	211	123
Domino's Pizza	-92 %	500 % +	11/2008	Restauration	2,83 \$	164	1 729
Pacific Rubiales	-85 %	1 600 % +	11/2008	Pétrole et gaz	2,00 \$	448	432
Jazz Pharma	-95 %	5 300 % +	04/2009	Biotechnologie	0,55 \$	16	114
Intertape Polymer	-74%	800 % +	11/2010	Conten. et emballages	0,93 \$	55	276
Conn's	-80 %	800 % +	11/2010	Vente au détail	3,20 \$	80	571

Gildan Activewear	-54%	250 % +	12/2011	Vêtements et textiles	8,27 \$	2 006	2 134
Air Canada	-78 %	900 % +	03/2012	Transport de passagers	0,82 \$	228	2 367
Canadian Solar	-94 %	1 700 % +	11/2012	Énergie solaire	2,03 \$	88	512
Inteliquest	-88 %	850 % +	11/2012	Télécommunications	2,15 \$	69	-44
ANI Pharma	-96%	500 % +	06/2013	Biotechnologie	5,37 \$	22	-2,7
Médiane :	-79%	700 % +			2,16 \$	126 M\$	354 M\$

Le lecteur constatera que l'échantillon de quatorze compagnies couvre douze industries sous neuf années. La médiane de descente maximale de -79 % se base sur le sommet précédemment atteint sans limiter le nombre d'années tandis que la médiane de gains potentiels de 700 %+ fut réalisée sur une période maximale de 3 ans. Au moment du creux, le prix médian était de 2,16 \$, la capitalisation boursière médiane de 126 M\$ et la valeur de l'entreprise, mesurée par la sommation de la capitalisation boursière et de la dette nette, de 354 M\$.

Durée des phases de renversement

Soulignons que pour l'échantillon sélectionné, la décente finale de -50 % avant le point creux a une durée moyenne de 4,4 mois (ou 1,5 trimestre), une médiane de 4,8 mois (ou 1,6 trimestre), un maximum de 8,5 mois (ou 2,8 trimestres) et un minimum de 0,5 mois (ou 0,2 trimestre).

La montée de +200 % depuis le point creux possède quant à elle une durée moyenne de 9,6 mois (ou 3,2 trimestres), une médiane de 7,5 mois (ou 2,5 trimestres), un maximum de 22,5 mois (ou 7,5 trimestres) et un minimum de 1,3 mois (ou 0,4 trimestre).

La durée totale du renversement extrême tel que défini dans la présente recherche possède donc une moyenne de 14 mois (ou 4,7 trimestres), une médiane également de 14 mois (ou 4,7 trimestres), un maximum de 29,8 mois (ou 9,9 trimestres) et un minimum de 4,5 mois (ou 1,5 trimestre).

Étude de la concordance entre l'évolution des résultats financiers et l'évolution du prix de l'action

La présente recherche débute par explorer le phénomène de concordance entre l'évolution des résultats financiers et le prix de l'action. Cette représentation visuelle permet dans un premier temps de constater dans quelles mesures l'évolution du prix de l'action reflète l'évolution des résultats financiers. Une analyse de l'évolution des niveaux de croissance des revenus, des niveaux de profitabilité et de rentabilité permet ensuite de constater leur concordance avec les différentes phases de renversement. Finalement, une analyse des multiples d'évaluation à chaque point clé du renversement est réalisée.

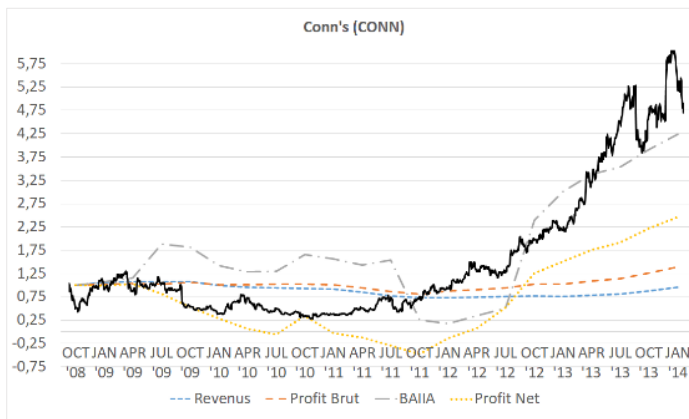
Observations visuelles de l'évolution du prix vis-à-vis l'évolution des résultats financiers

Cette section donne une représentation de l'évolution entre le prix et la valeur, ici représentée par l'évolution des données financières de revenus, profits bruts, bénéfices avant intérêts et impôts, bénéfices nets et flux monétaires opérationnels des compagnies à l'étude. En théorie, le prix des actions doit refléter, du moins à long terme, l'évolution des résultats financiers. Dans un monde idéal, l'évolution des résultats financiers est légèrement devancée par l'évolution du prix des actions en raison du caractère anticipateur du marché. Mais est-ce bien le cas? L'observation générale des graphiques d'évolution de prix versus l'évolution des données financières clés présentées plus bas permet de constater cinq types de relations de concordance.

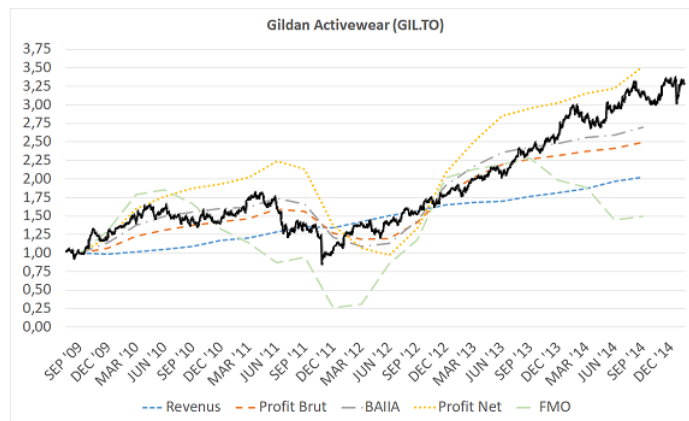
Les graphiques qui suivent débutent huit trimestres avant le point creux. Chacun des résultats financiers ainsi que le prix de l'action débutent avec une base 1 (axe des ordonnées). Les lignes de résultats présentées dans les graphiques suivent l'évolution cumulative des résultats des quatre trimestres précédents alors que le prix de l'action expose l'évolution cumulative journalière.

L'anticipation juste

La première relation notée est celle observable chez Conn's, Gildan et Pacific Rubiales, où l'évolution du prix de l'action devance l'évolution des données financières. Bien que cette relation doive en théorie être prévalente, elle n'est observable que chez trois compagnies à l'étude. Cette situation peut illustrer une situation où le marché a vu juste dans ses anticipations.

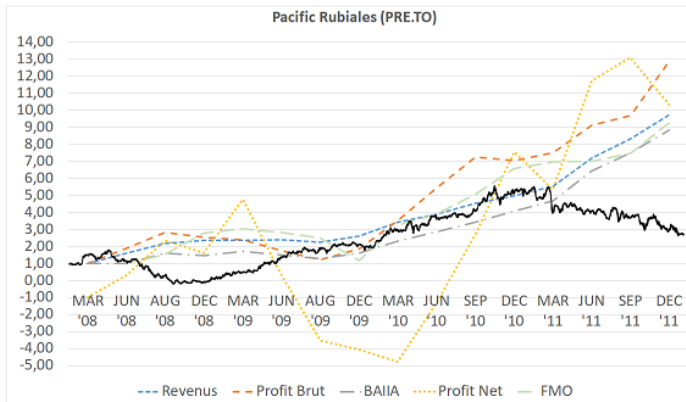


Tel qu'exposé sur les graphiques ci-joint, le prix de Conn's reprend de la vigueur environ un an avant la remontée importante du BAIIA et du profit net. Le creux du prix de l'action devance également le creux des résultats en généraux.



Gildan démontre également une progression du prix qui devance l'évolution des résultats financiers d'environ six mois, ce qui suggère que le prix débute son ajustement au moment où les résultats trimestriels entament leur amélioration.

La situation de Pacific Rubiales expose le caractère anticipateur du marché en ce sens que les variations de prix devancent les variations de résultats. Par contre, on peut noter que



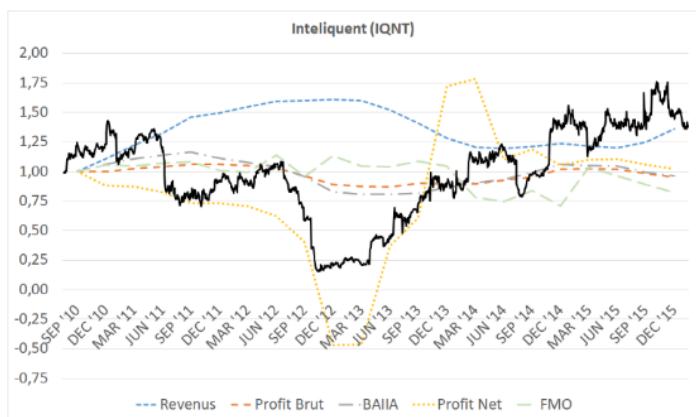
le mouvement important du prix de l'action correspond aux grandes variations subies par le prix du pétrole durant cette période. Fait également intéressant pour Pacific est que l'évolution des résultats est loin

d'être aussi importante que la baisse de prix. Ceci peut être expliqué possiblement par de grandes anticipations de croissance initiales pour la compagnie qui ne se concrétisent pas malgré la hausse rapide des volumes de production étant donné la forte baisse du prix de la commodité vendue.

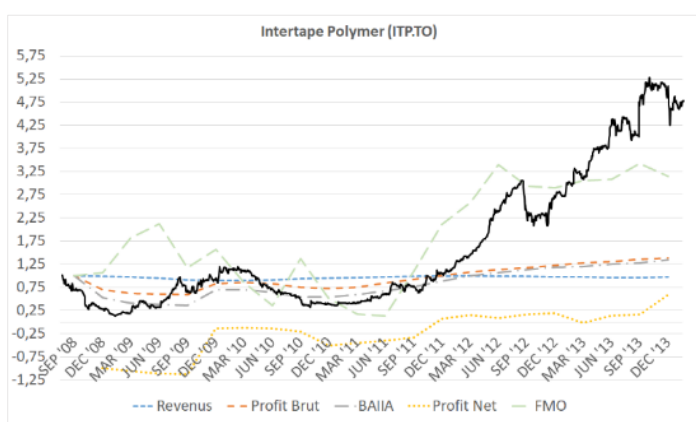
L'auteur conclut qu'il est difficile pour l'investisseur, dans ce genre de situation d'anticipation juste, de se positionner au point de renversement étant donné que les résultats financiers continuent de se détériorer. L'investisseur devra donc être en mesure de comprendre et identifier les autres indicateurs qui poussent le marché à enclencher le renversement même si les résultats financiers demeurent mauvais.

La correspondance immédiate

Inteliquent et Intertape exposent un second type de relation qui se rapproche du concept d'efficience soit celui où le prix des actions évolue à un rythme semblable aux résultats, mais où le marché démontre peu ou pas son caractère anticipateur, lorsqu'observé uniquement sur des bases de mesures de rentabilité.

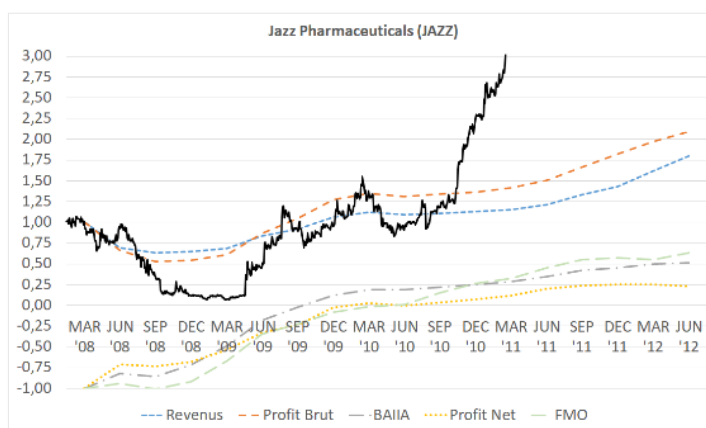


Du côté d'Inteliquent, l'évolution du prix de l'action semble concorder parfaitement avec l'évolution des profits, mais démontre tout de même un caractère légèrement anticipateur pour le profit brut et le BAIIA.



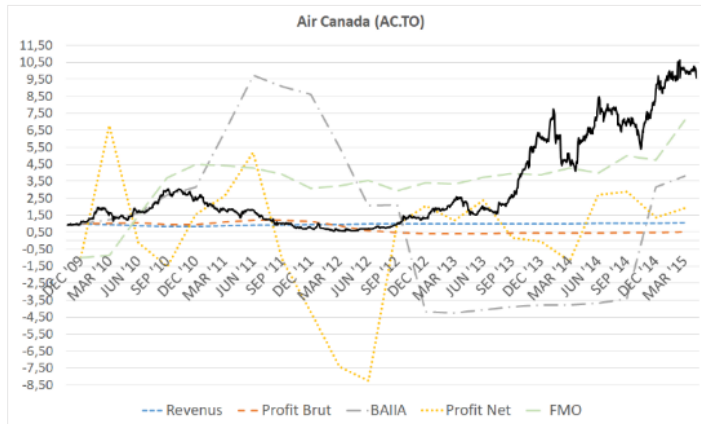
Pour Intertape Polymer, l'évolution du prix de l'action concorde avec l'évolution des profits bruts et du BAIIA. Bien que les ventes démontrent une grande stabilité, la reprise des profits semble mener au renversement et à sa poursuite.

Le retour à des bénéfices nets positifs et la forte expansion des flux monétaires d'opérations concordent également avec la montée rapide du prix de l'action suite au renversement initial.



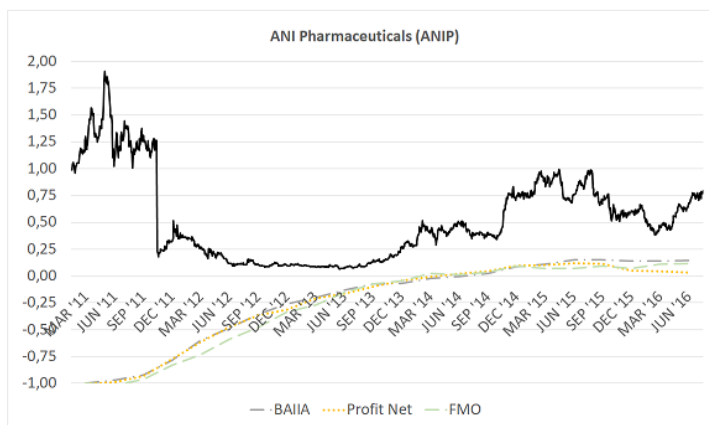
La pharmaceutique Jazz effectue également des mouvements de prix correspondants aux moments d'évolution des résultats, mais avec une volatilité beaucoup plus grande. Fait à noter, la période de septembre 2008 à mars 2009 correspond au moment prononcé de la crise financière et où Jazz passe par

des moments de détresse financière. La résolution des detresses financières pousse le prix à retrouver la tendance positive d'évolution des résultats. L'atteinte d'une profitabilité nette positive correspond à la montée importante du prix de l'action dans la deuxième moitié de la période étudiée.



Le cas d'Air Canada suggère également une correspondance d'évolution du prix et des données financières clés, mais de façon beaucoup moins claire ou évidente. En effet, bien que le prix de l'action évolue dans des tendances similaires aux

flux monétaires d'opération et que le bénéfice net atteint son creux à peu près au même moment que le prix de l'action, les autres mesures correspondent très peu. Étant donné des événements transformateurs prenant place chez Air Canada, il se peut que certains de ces éléments influencent davantage l'évolution du prix en causant des variations du risque perçu.



L'évolution du prix la pharmaceutique ANI concorde, à première vue, plus ou moins avec l'évolution des résultats. Par contre, la réduction graduelle des pertes semble ultimement aider au renversement du titre. En ce

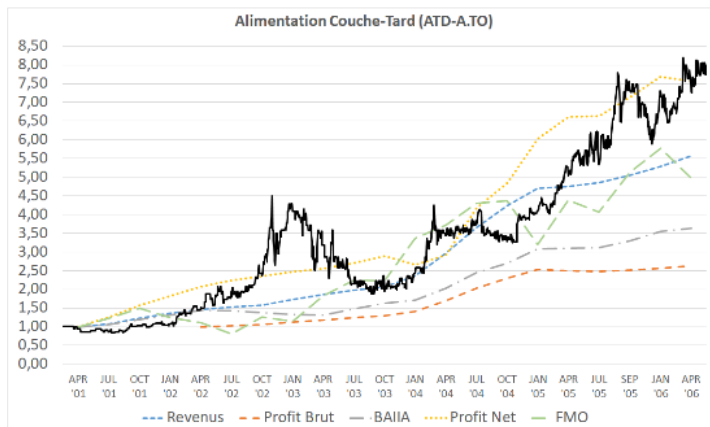
sens, on peut supposer que le marché anticipe l'atteinte de résultats positifs. Au moment où les résultats affichent un bilan positif, le prix de l'action prend son envol vers un second

sommet. Tout comme Air Canada, la relation entre le prix des actions et les résultats financiers réalisés est moins claire.

Étant donné que l'évolution des résultats exposés plus haut est basée sur une somme mobile de quatre trimestres, et que l'évolution du prix de l'action concorde avec cette dernière, l'investisseur aguerri possède ici une opportunité de se positionner au renversement dès les premiers trimestres d'un revirement des résultats. Ici le marché semble douter de la continuité de ces meilleurs résultats et ajuste le prix des actions uniquement lors de la publication de ceux-ci. Avec une meilleure compréhension du phénomène de renversement, l'investisseur aguerri pourra ici devancer le marché.

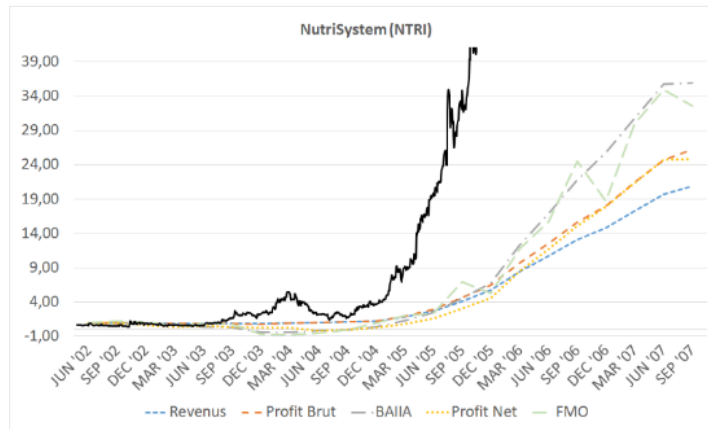
Le marché qui s'emporte et doit se réajuster

La troisième situation observée comporte un total de cinq cas. Cette situation en est une où le marché semble anticiper correctement la forte croissance à venir des résultats, mais s'emporte trop rapidement et doit réajuster temporairement le prix à la baisse.



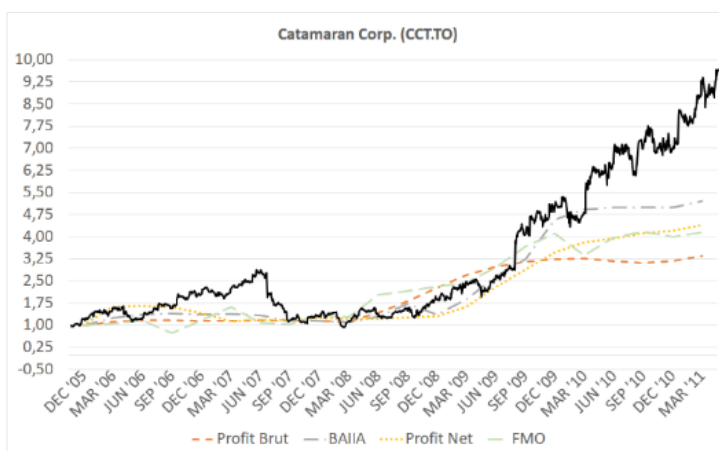
Le premier cas observé est celui d'Alimentation Couche-Tard où on peut observer que la croissance du prix de l'action est initialement beaucoup plus rapide que celle des résultats financiers. L'observation du graphique démontre

clairement que cet engouement trop prononcé a dû être tempéré et que le prix s'est réajusté à la baisse afin de retrouver une meilleure représentation de l'évolution des résultats. Alors que cet ajustement à la baisse peut être très prononcé, les résultats continuent de démontrer de la forte croissance et l'évolution du prix de l'action reprend à la hausse.



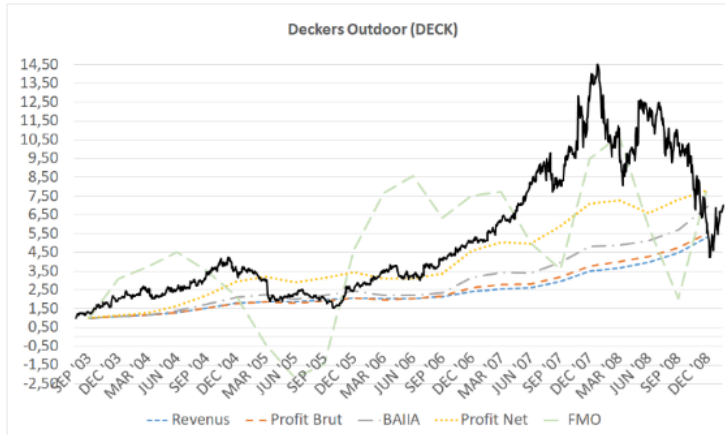
Le second cas similaire est celui de NutriSystem où le prix de l'action semble s'emporter initialement, mais que la croissance des résultats ne se concrétise pas aussi rapidement qu'anticipée. Une fois de plus, le prix de l'action se réajuste à la

baisse vers l'évolution des résultats financiers. Cependant, lorsque la croissance rapide devient de plus en plus concrète, le prix de l'action entame sa hausse, cette fois-ci de façon drastique alors que la compagnie annonce des résultats de croissance tout simplement explosifs.



Catamaran Corp présente également une situation où la montée du prix des actions s'accélère avant celle des résultats et qu'un réajustement prend place avant d'entamer une nouvelle hausse. Comme la croissance

des résultats ne se concrétise pas assez rapidement, et que le marché doute de ses anticipations précédentes, un ajustement du prix à la baisse est nécessaire. Lorsque la croissance anticipée précédemment se concrétise enfin, le prix de l'action reprend sa montée.

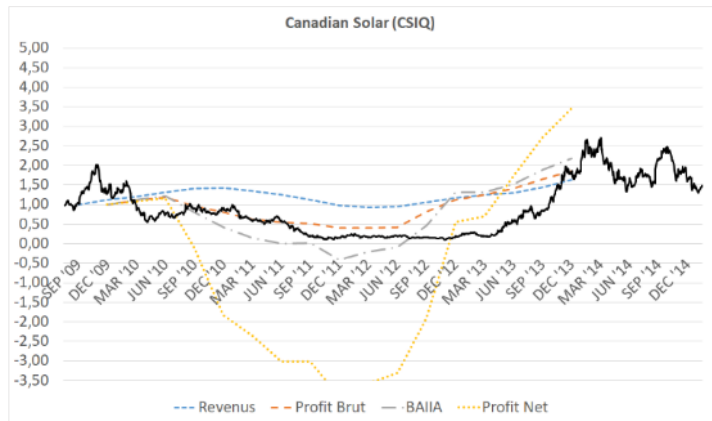


Dans le cas de Deckers, l'illustration démontre que l'évolution de prix semble initialement suivre celle des résultats, mais que le ralentissement temporaire des forts niveaux de croissance dans les résultats, ainsi que la

crainte d'une décroissance potentielle, force un ajustement temporaire. Alors que la croissance des résultats reprend, les craintes se dissipent et le prix se réajuste à la hausse. L'observation du graphique de Deckers permet de constater que le prix de l'action effectue une seconde montée nettement plus rapide que les résultats durant la période étudiée de continuité du renversement. Le prix effectue ensuite un réajustement à la baisse.

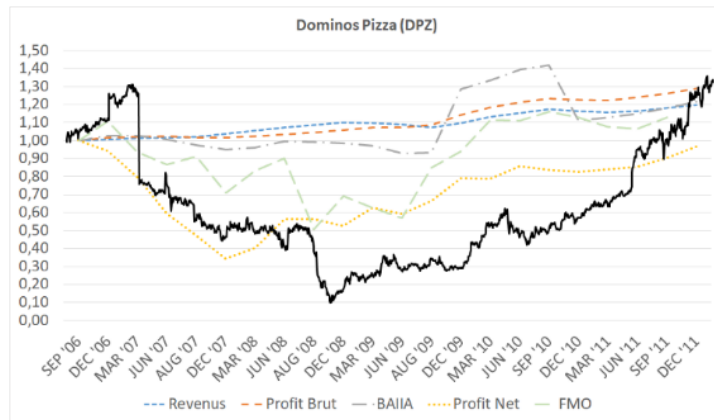
L'auteur est d'avis qu'il s'agit ici du type de relation le plus intéressant observé étant donné la forte croissance démontrée dans les résultats de l'entreprise. L'auteur est d'avis que la première étape de montée trop rapide (avant le creux) démontre un engouement de la part des investisseurs ayant identifié des caractéristiques avantageuses à l'entreprise. Dans cette situation, l'investisseur aguerri peut agir à contre-courant et se positionner au moment où le marché tempère ses attentes avant de voir l'entreprise poursuivre ses bons résultats de croissance et que le marché regagne son engouement précédent.

Les retardataires



Deux compagnies à l'étude effectuent leur renversement de prix après le renversement des résultats. En effet, même si la baisse du prix correspond de façon générale à la dégradation des résultats financiers de Canadian Solar, le prix de

l'action démontre un retard de 6 à 12 mois face au revirement positif des résultats. En effet, l'illustration démontre clairement un revirement positif de l'ensemble des mesures à l'étude. Le revirement s'enclenche toutefois vraiment au moment où les bénéfices nets deviennent positifs.



Le cas de Domino's Pizza démontre le même retard face au revirement positif de ses bénéfices nets bien que ceux-ci soient beaucoup plus alignés avec l'évolution des flux monétaires d'opération et du BAIIA. Il est à noter que la

baisse finale et extrême du prix des actions de Domino's est sans doute exacerbée par la situation de crise financière et de décente rapide des marchés boursiers de la période d'août à décembre 2008. Dans cette situation de marché retardataire, l'investisseur aguerri est en mesure de se positionner dans une entreprise qui démontre déjà depuis plusieurs trimestres une amélioration de ses résultats financiers. Par contre, il est important de considérer d'autres éléments potentiels entrant en jeux tel qu'il sera exposé dans les prochaines sections de ce mémoire.

Évolution des données financières à travers le phénomène de renversement extrême

Cette prochaine section permet d'observer la correspondance des tendances d'évolution d'une variété d'indicateurs de performance des entreprises à l'étude. Ces indicateurs sont les niveaux de croissance des ventes, les niveaux de marges de profits (profits bruts, profits BAIIA et profits nets) ainsi que les niveaux de rentabilité (ROA, ROE et ROIC).

Trois couleurs distinctes sont présentes dans les tableaux élaborés plus bas. Ces couleurs représentent les phases de renversement telles qu'exposées précédemment. La couleur bleue représente la phase préliminaire, la rose représente la phase centrale et la verte représente la phase de continuité. Aux fins de rappel, le trimestre *Q0* représente le dernier trimestre publié avant le point creux de l'action.

Évolution des niveaux de croissance (par action)

En premier lieu, l'ensemble des compagnies à l'étude démontre une tendance de décélération de la croissance des ventes par action à un moment ou un autre. Au moment du creux, uniquement deux compagnies démontrent des niveaux négatifs de croissance des ventes durant le trimestre précédent le creux de l'action.

Tableau #2 : Croissance des ventes par action

Compagnies		ATD.TO	NTRI	DECK	CCT	DPZ	PRE.TO	JAZZ	ITP.TO	CONN	GIL.TO	AC.TO	CSIQ	IQNT	ANI
Croissance des revenus par action	Q-8		-11%	34%	53%	2%			-2%	22%	-6%	-23%	53%	44%	
	Q-7	29%	1%	25%	26%	3%			-7%	5%	11%	-20%	33%	45%	143%
	Q-6	61%	-29%	62%	3%	2%			-11%	1%	13%	-10%	47%	42%	-40%
	Q-5	47%	-15%	112%	-1%	2%			-15%	-1%	15%	1%	34%	52%	46%
	Q-4	50%	-8%	76%	4%	5%		-65%	-9%	-25%	43%	8%	6%	10%	4%
	Q-3	19%	-3%	24%	4%	7%		-28%	4%	-14%	11%	13%	-26%	15%	-54%
	Q-2	13%	54%	-8%	3%	8%		8%	5%	-2%	26%	12%	-27%	12%	1196%
	Q-1	37%	33%	23%	10%	6%	241%	24%	8%	-7%	24%	8%	-35%	2%	1%
	Q0	39%	31%	22%	1%	4%	54%	97%	7%	-9%	-7%	8%	-38%	3%	2647%
	Q+1	32%	67%	-12%	811%	-1%	4%	52%	5%	-25%	29%	3%	-19%	-3%	2761%
	Q+2	18%	171%	4%	1182%	-4%	7%	82%	9%	-32%	19%	1%	7%	-20%	104%
	Q+3	53%	273%	19%	974%	-6%	-20%	32%	1%	-17%	18%	4%	43%	-28%	2967%
	Q+4	130%	614%	36%	932%	7%	73%	-11%	2%	1%	33%	1%	49%	-31%	-33%
	Q+5	136%	660%	28%	31%	14%	173%	8%	3%	2%	8%	3%	39%	-20%	86%
	Q+6	114%	252%	24%	12%	9%	70%	6%	-2%	8%	3%	3%	20%	-3%	66%
	Q+7	52%	201%	54%	-9%	10%	105%	11%	-3%	9%	16%	2%	40%	5%	49%
	Q+8	5%	140%	53%	25%	-3%	52%	21%	-3%	-5%	13%	0%	56%	10%	186%

De façon générale, uniquement trois compagnies sur quatorze ont des tendances de croissance des ventes correspondant aux différentes étapes du renversement. En effet, pour deux compagnies, le processus de renversement devance l'évolution de la croissance des revenus et suggère donc une bonne anticipation des tendances de croissance à venir. La troisième compagnie démontre des tendances de croissance des ventes correspondantes presque exactement avec les phases de renversement. Bien que les phases soient correspondantes, ici le marché semble plus être réactif à l'évolution des résultats.

Pour trois compagnies à l'étude, un délai se crée entre les différentes phases du renversement et l'évolution de la croissance des revenus. En effet, l'amélioration des niveaux de croissance se fait un ou plusieurs trimestres avant le renversement du prix des actions. Ici, ces observations suggèrent que le marché doute de la soutenabilité de ces résultats et réagit avec retard à l'amélioration des résultats à la place d'anticiper leur amélioration.

Pour cinq compagnies à l'étude, il semble que l'évolution des tendances de croissance des revenus cause des surprises ou difficultés d'évaluation, poussant ainsi la prime d'incertitude à la hausse et le prix des actions à la baisse. En effet, ces compagnies démontrent soit des niveaux de volatilité élevée dans la croissance de leurs revenus, une surprise négative subite dans une tendance généralement forte ou alors un changement drastique à la suite d'une acquisition transformative.

Finalement, les tendances de croissance des revenus chez trois compagnies à l'étude semblent n'avoir aucun lien avec le passage dans les phases de renversement. En effet, deux compagnies démontrent leurs meilleurs résultats de croissance dans la phase du creux alors qu'une autre démontre une détérioration constante des niveaux de croissance des revenus.

Implications pour l'investisseur

Trois observations principales au niveau de la croissance des revenus peuvent être faites afin d'outiller l'investisseur aguerri dans sa prise de décision future : la présence de haut niveau de croissance, le fait que la forte majorité des entreprises démontrent un niveau de croissance positif au moment du creux et la forte volatilité des niveaux de croissance. Dans sa prise de décision future et d'identification d'une situation de renversement extrême en cours, l'investisseur aguerri devra donc chercher à identifier une combinaison de ces éléments. L'auteur considère que les hauts niveaux de volatilité dans le niveau de croissance des revenus rendent la tâche d'évaluation plus difficile pour le marché (incertitude) et que cela augmente les opportunités d'arbitrage entre le prix et la valeur. Finalement, il est possible d'observer les mêmes types de concordance que ceux exposés plus hauts soit l'anticipation juste, la correspondance immédiate, le marché qui s'emporte et doit se réajuster et les retardataires.

Évolution des niveaux de marges de profit

Une première observation permet de constater que trois compagnies sur quatorze génèrent des marges BAIIA négatives et que six compagnies génèrent des marges nettes négatives au point creux du prix de l'action. Fait intéressant à constater, toutes retrouvent des niveaux de profitabilité positifs au cours des trimestres observés dans la période de hausse soutenue vers un renversement extrême.

Tableau #3 : Évolution des mesures de rentabilité

Compagnies	ATD.TO	NTRI	DECK	CCT	DPZ	PRE.TO	JAZZ	ITP.TO	CONN	GIL.TO	AC.TO	CSIQ	IQNT	ANI
Marges de profits bruts (LTM)	Q-8	43%	42%	62%	27%			10%	33%	24%	62%	15%	42%	
	Q-7	42%	43%	62%	27%			9%	34%	27%	68%	16%	39%	
	Q-6	42%	43%	61%	27%		69%	9%	33%	27%	64%	15%	36%	
	Q-5	42%	43%	60%	26%		72%	9%	35%	28%	65%	12%	34%	
	Q-4	24%	42%	42%	60%	37%	69%	13%	35%	27%	71%	10%	33%	
	Q-3	24%	40%	42%	60%	33%	60%	14%	37%	27%	78%	8%	31%	
	Q-2	23%	43%	41%	59%	26%	38%	13%	38%	27%	76%	7%	30%	
	Q-1	23%	43%	42%	57%	25%	43%	12%	38%	25%	70%	8%	28%	
	Q0	22%	43%	42%	56%	25%	36%	75%	11%	38%	21%	52%	7%	26%
	Q+1	22%	45%	42%	24%	26%	33%	82%	11%	38%	18%	34%	7%	25%
	Q+2	22%	44%	43%	16%	26%	24%	87%	12%	39%	17%	28%	8%	27%
	Q+3	21%	46%	43%	14%	27%	18%	87%	13%	38%	20%	24%	13%	30%
	Q+4	20%	47%	46%	12%	28%	24%	87%	15%	41%	24%	24%	16%	32%
	Q+5	20%	48%	47%	13%	28%	34%	88%	16%	42%	26%	25%	17%	35%
	Q+6	19%	49%	46%	13%	28%	46%	88%	16%	43%	28%	25%	19%	36%
	Q+7	19%	50%	46%	14%	28%	53%	89%	17%	46%	28%	26%	20%	37%
	Q+8	18%	51%	46%	13%	28%	47%	90%	18%	47%	28%	26%	20%	38%
Marges BAIIA (LTM)	Q-8	7%	15%	18%	23%	17%		5%	3%	17%	4%	10%	39%	-15730%
	Q-7	7%	13%	18%	24%	17%		4%	4%	20%	6%	11%	37%	-12001%
	Q-6	7%	11%	19%	24%	17%	-120%	4%	6%	21%	10%	11%	35%	-12006%
	Q-5	6%	7%	20%	24%	16%	-170%	3%	6%	21%	12%	6%	32%	-8566%
	Q-4	7%	4%	21%	24%	15%	-200%	7%	5%	20%	24%	3%	30%	-6856%
	Q-3	6%	-7%	21%	23%	15%	-229%	7%	5%	20%	36%	1%	28%	-6314%
	Q-2	6%	-6%	19%	19%	16%	-187%	6%	5%	20%	33%	0%	26%	-998%
	Q-1	5%	-2%	20%	19%	15%	-121%	5%	6%	18%	30%	0%	24%	-769%
	Q0	5%	-1%	21%	18%	15%	38%	-36%	5%	6%	13%	19%	-5%	21%
	Q+1	5%	5%	19%	7%	15%	45%	-4%	6%	6%	11%	7%	-2%	20%
	Q+2	5%	10%	19%	5%	14%	38%	19%	6%	7%	11%	7%	-1%	21%
	Q+3	5%	13%	19%	3%	15%	36%	28%	7%	1%	14%	-14%	5%	23%
	Q+4	5%	15%	23%	3%	20%	39%	29%	8%	1%	17%	-14%	13%	27%
	Q+5	4%	16%	24%	4%	20%	42%	33%	9%	2%	19%	-14%	12%	30%
	Q+6	4%	20%	23%	5%	20%	46%	38%	10%	2%	21%	-13%	13%	31%
	Q+7	4%	21%	24%	7%	20%	47%	43%	10%	11%	20%	-13%	15%	33%
	Q+8	4%	23%	24%	7%	16%	51%	49%	11%	13%	20%	-13%	15%	35%
Marges de profits nets (LTM)	Q-8	1%	13%	8%	21%	7%		-15%	3%	11%	4%	3%	16%	-16820%
	Q-7	2%	8%	8%	20%	6%		-16%	3%	14%	0%	3%	15%	-12724%
	Q-6	2%	5%	9%	19%	5%	-140%	-17%	2%	15%	-1%	3%	13%	-12421%
	Q-5	2%	8%	11%	17%	4%	-261%	-18%	2%	15%	1%	0%	10%	-9193%
	Q-4	2%	6%	12%	14%	3%	20%	-265%	-2%	1%	15%	1%	-5%	10%
	Q-3	2%	4%	12%	14%	3%	-15%	-300%	-2%	0%	15%	3%	-7%	9%
	Q-2	2%	3%	11%	14%	4%	3%	-276%	-2%	0%	15%	-1%	-9%	8%
	Q-1	2%	-2%	12%	14%	4%	16%	-207%	-3%	1%	14%	-2%	-10%	5%
	Q0	2%	-1%	12%	14%	4%	11%	-102%	-8%	0%	9%	-4%	-15%	-6%
	Q+1	2%	3%	11%	5%	5%	31%	-66%	-7%	0%	7%	-4%	-14%	-6%
	Q+2	2%	6%	11%	2%	4%	2%	-6%	-6%	-1%	6%	0%	-13%	5%
	Q+3	2%	7%	11%	2%	5%	-24%	5%	-5%	-2%	8%	1%	-7%	9%
	Q+4	1%	9%	14%	2%	6%	-24%	0%	1%	-1%	11%	1%	2%	27%
	Q+5	2%	10%	14%	2%	5%	-21%	8%	2%	0%	13%	1%	2%	30%
	Q+6	2%	12%	14%	3%	6%	-5%	17%	1%	2%	15%	0%	5%	19%
	Q+7	2%	13%	14%	3%	6%	9%	26%	2%	5%	15%	0%	7%	20%
	Q+8	2%	14%	15%	4%	6%	23%	43%	3%	6%	15%	-1%	8%	17%

L'observation de l'évolution des niveaux de marges permet de constater que pour six compagnies à l'étude, les phases du renversement de prix s'enclenchent soit en même temps ou bien après l'amélioration des marges. Cette observation permet de constater qu'étant donné que l'observation des marges se fait sur une base mobile des derniers quatre trimestres, que des signes d'amélioration sur une base trimestrielle émergent avant le renversement de prix. Ces observations peuvent également démontrer

l'incertitude que le marché a face à la soutenance de ces résultats et qu'il ajuste le prix à la hausse au fur et à mesure que les résultats sont publiés. En ce sens pour ces cas particuliers, le marché réagit davantage qu'il anticipe. Huit compagnies à l'étude démontrent soit une grande stabilité dans les niveaux généraux des marges ou alors carrément une amélioration constante. Trois compagnies démontrent des niveaux de marges très stables. L'observation isolée de leurs niveaux de marges est loin de suggérer qu'il puisse s'être passé quoi que ce soit d'extrême avec le prix des actions. Trois compagnies démontrent également une amélioration constante de leurs marges générales à travers l'ensemble des périodes étudiées. Il semble donc que pour ces compagnies, le marché détourne temporairement son attention de ces tendances positives soutenues. Pour deux compagnies, la stabilité des tendances de marges est plutôt représentée par une diminution constante et graduelle du niveau des marges ce qui ne devrait pas suggérer de surprise importante par le marché, mais peut-être une déception.

Le marché démontre un plus haut niveau d'incertitude ou de non-intérêt pour quatre compagnies tel que le suggèrent les tendances contradictoires entre l'évolution des marges et les tendances de prix des actions. Le changement rapide du niveau de marges pour une compagnie à l'étude suivant une acquisition transformative peut également être responsable d'un plus haut niveau d'incertitude.

Implications pour l'investisseur

Pour l'investisseur aguerri qui cherche à identifier des compagnies en processus de renversement, ce dernier peut prendre deux approches. Une première est d'identifier des compagnies ayant une forte stabilité dans leurs niveaux de marges ou bien qui connaissent une amélioration de celles-ci. La seconde méthode est d'identifier des compagnies qui génèrent depuis les derniers trimestres une amélioration des niveaux de marges suite à une détérioration de celles-ci. En effet, tel que mentionné ci-haut, ces deux cas sont présents chez douze compagnies sur quatorze à l'étude.

Évolution des niveaux de rentabilité

L'observation des tendances de niveaux de rentabilité suggère que les tendances de ces mesures cadrent le mieux dans celles des phases du renversement extrême. Cette *vague* concorde particulièrement bien avec le phénomène de renversement et ses différentes phases.

Tableau #4: Évolution des mesures de rentabilité

Compagnies		ATD.TO	NTRI	DECK	CCT	DPZ	PRE.TO	JAZZ	ITP.TO	CONN	GIL.TO	AC.TO	CSIQ	IQNT	ANI
ROA (LTM)	Q-8	4%	45%	8%	18%	28%			-16%	6%	11%	3%	4%	12%	-122%
	Q-7	5%	26%	9%	15%	23%			-17%	5%	15%	0%	4%	11%	-109%
	Q-6	6%	14%	11%	14%	16%		-40%	-18%	4%	16%	-1%	4%	10%	-89%
	Q-5	6%	21%	14%	12%	12%		-64%	-19%	2%	16%	1%	0%	9%	-77%
	Q-4	6%	13%	17%	9%	8%	5%	-80%	-3%	1%	16%	2%	-5%	9%	-61%
	Q-3	7%	8%	18%	9%	9%	-3%	-93%	-2%	0%	16%	3%	-6%	8%	-58%
	Q-2	7%	8%	15%	9%	13%	1%	-101%	-3%	0%	17%	-1%	-7%	7%	-61%
	Q-1	7%	-5%	15%	9%	13%	5%	-102%	-4%	1%	14%	-3%	-7%	5%	-49%
	Q0	7%	-2%	16%	8%	12%	3%	-76%	-10%	0%	9%	-5%	-9%	-6%	-47%
	Q+1	7%	8%	14%	6%	14%	8%	-66%	-10%	0%	6%	-5%	-8%	-7%	-34%
	Q+2	7%	20%	14%	5%	13%	1%	-7%	-9%	-1%	6%	1%	-7%	7%	-18%
	Q+3	5%	24%	14%	4%	15%	-6%	7%	-8%	-2%	8%	1%	-4%	15%	-3%
	Q+4	5%	31%	19%	5%	17%	-6%	0%	2%	-1%	12%	1%	1%	45%	9%
	Q+5	6%	31%	20%	6%	18%	-7%	12%	4%	0%	14%	2%	2%	47%	13%
	Q+6	6%	41%	19%	7%	20%	-2%	27%	2%	2%	16%	0%	4%	28%	20%
	Q+7	8%	45%	20%	8%	20%	4%	41%	4%	5%	16%	0%	6%	28%	16%
	Q+8	9%	50%	22%	9%	20%	11%	63%	5%	6%	16%	-1%	8%	24%	16%
ROE (LTM)	Q-8	11%	67%	13%	31%	N/A			-33%	8%	13%	30%	10%	13%	-312%
	Q-7	13%	39%	14%	24%	N/A			-37%	8%	18%	0%	11%	12%	-239%
	Q-6	16%	19%	16%	19%	N/A		-115%	-41%	6%	19%	-6%	11%	11%	-178%
	Q-5	16%	29%	19%	14%	N/A		-172%	-47%	4%	19%	6%	-1%	10%	-139%
	Q-4	16%	17%	22%	11%	N/A	6%	-494%	-6%	2%	19%	21%	-18%	10%	-97%
	Q-3	16%	11%	22%	11%	N/A	-5%	N/A	-6%	0%	19%	700%	-24%	10%	-87%
	Q-2	15%	10%	19%	11%	N/A	1%	N/A	-6%	0%	21%	N/A	-32%	8%	-87%
	Q-1	15%	-5%	19%	11%	N/A	7%	N/A	-9%	3%	19%	N/A	-34%	5%	-69%
	Q0	16%	-2%	20%	10%	N/A	4%	N/A	-26%	0%	12%	N/A	-49%	-7%	-62%
	Q+1	16%	9%	17%	9%	N/A	12%	N/A	-26%	-1%	9%	N/A	-50%	-9%	-44%
	Q+2	16%	26%	16%	9%	N/A	1%	N/A	-25%	-2%	8%	N/A	-53%	9%	-22%
	Q+3	13%	31%	17%	9%	N/A	-9%	N/A	-24%	-4%	11%	N/A	-32%	20%	-3%
	Q+4	14%	41%	22%	10%	N/A	-10%	N/A	6%	-1%	17%	N/A	9%	56%	10%
	Q+5	18%	42%	22%	14%	N/A	-12%	N/A	12%	1%	19%	N/A	10%	56%	14%
	Q+6	19%	55%	21%	13%	N/A	-3%	N/A	7%	5%	21%	N/A	24%	32%	26%
	Q+7	22%	60%	24%	14%	N/A	7%	307%	13%	11%	20%	N/A	34%	33%	25%
	Q+8	24%	67%	26%	13%	N/A	20%	200%	15%	13%	20%	N/A	39%	27%	27%
ROIC (LTM)	Q-8	42%	77%	70%	51%	179%			0%	5%	14%	-4%	24%	24%	-161%
	Q-7	43%	62%	76%	38%	165%			-3%	5%	19%	-1%	24%	25%	-140%
	Q-6	45%	44%	79%	32%	144%		-159%	-3%	11%	21%	7%	23%	27%	-114%
	Q-5	46%	22%	87%	21%	120%		-108%	-4%	11%	22%	11%	11%	29%	-92%
	Q-4	43%	11%	86%	19%	108%	6%	-232%	2%	7%	22%	34%	1%	27%	-77%
	Q-3	41%	-26%	74%	18%	104%	2%	-432%	2%	6%	21%	58%	-7%	25%	-72%
	Q-2	35%	-24%	58%	13%	107%	6%	1059%	1%	6%	23%	54%	-13%	22%	-71%
	Q-1	31%	-9%	54%	13%	103%	9%	178%	0%	8%	21%	51%	-14%	19%	-72%
	Q0	27%	-6%	54%	12%	96%	6%	71%	0%	7%	13%	29%	-31%	16%	-59%
	Q+1	29%	19%	44%	15%	90%	7%	21%	1%	7%	10%	3%	-29%	18%	-42%
	Q+2	33%	57%	40%	23%	83%	4%	-34%	4%	8%	10%	3%	-23%	26%	-49%
	Q+3	23%	61%	40%	31%	83%	1%	-167%	6%	-2%	15%	-50%	-2%	38%	-18%
	Q+4	24%	75%	50%	47%	127%	2%	-163%	9%	-2%	22%	-51%	32%	44%	-8%
	Q+5	26%	73%	50%	59%	136%	7%	-195%	12%	0%	25%	-50%	30%	47%	5%
	Q+6	26%	93%	45%	41%	151%	10%	-417%	14%	2%	26%	-48%	41%	46%	21%
	Q+7	33%	98%	49%	38%	158%	12%	4162%	16%	22%	26%	-45%	51%	47%	20%
	Q+8	32%	109%	54%	34%	114%	21%	439%	18%	29%	25%	-43%	57%	48%	23%

En général, l'observation du *creux de vague* des niveaux de rentabilité concorde soit particulièrement bien avec la phase creuse du renversement, ou alors se trouve à la suite du renversement de prix. Ces observations suggèrent le caractère particulièrement juste d'incorporation des anticipations du marché dans le prix. De façon générale, le marché (prix) réagira beaucoup plus rapidement à l'émergence des signes encourageants et démontre une capacité d'anticipation de son évolution supérieure à celles des autres données financières observées plus haut d'évolution de croissance des ventes et des niveaux des marges.

Implications pour l'investisseur

Pour l'investisseur aguerri à la recherche de situations de renversement extrême, ces observations sont sans équivoques. Celui-ci doit se concentrer sur des compagnies qui ont observé dans les trimestres récents une amélioration des niveaux de rentabilité et se positionner, généralement dès le premier ou deux trimestres d'amélioration.

Évolution des multiples d'évaluation

Les prochains paragraphes exposent l'évolution de certains multiples de base aux moments clés du renversement extrême. Les multiples sont calculés de deux façons : 1) en utilisant les résultats cumulatifs des quatre trimestres précédemment publiés (passé) et 2) en utilisant le cumulatif des quatre trimestres suivants (futur). Il est important de noter que ces multiples sont basés sur les résultats rapportés et non ajustés. L'évolution des multiples aurait donc pu exposer un autre portrait eu été faite sur une base de résultats ajustés aux éléments non récurrents tels qu'il est pratique commune auprès des compagnies et des analystes du marché. Somme toute, l'autre juge que l'observation globale de l'évolution des multiples permet néanmoins d'obtenir un portrait satisfaisant de la situation. Étant donné que la présente recherche tente d'obtenir une meilleure compréhension globale du phénomène, l'étude des multiples moyens est faite. Afin de réduire le biais lié aux multiples extrêmes, la moyenne tronquée du plus haut et du plus

bas multiple est utilisée. Finalement, les tableaux ci-bas exposent dans la dernière colonne le nombre de compagnies ayant un multiple négatif.

Phase préliminaire

Les multiples d'évaluation présentés ci-bas sont basés sur le prix des actions au moment où la dégringolade finale de prix de -50 % s'enclenche, soit au point d'entrée de la phase centrale.

Compagnies		ATD.TO	NTRI	DECK	CCT	DPZ	PRE.TO	JAZZ	ITP.TO	CONN	GIL.TO	AC.TO	CSIQ	IQNT	ANI	Moyenne	Moy. Tronq.	(-)/14	
Phase de contexte (avant descente finale)	Passé	Valeur M\$	2 119	74	442	448	344	890	32	110	168	4 216	472	185	144	36	691		
		Cours (\$)	4,34 \$	2,54 \$	34,47 \$	10,28 \$	5,92 \$	4,00 \$	1,20 \$	1,86 \$	6,76 \$	17,24 \$	1,70 \$	4,29 \$	4,47 \$	10,80 \$	7,85 \$		
		C/V	0,9	2,4	2,0	4,9	0,2	2,1	0,5	0,2	0,2	2,8	0,0	0,1	0,5	62,6	5,7	1,4	
		C/B	42,2	(-)	16,5	35,3	6,0	82,5	(-)	(-)	99,1	18,9	1,5	(-)	6,5	(-)	34,3	29,7	5
		C/E	5,6	6,3	3,1	3,5	(-)	0,7	(-)	0,5	0,5	3,6	(-)	0,4	0,5	1,2	2,4	2,1	3
		VE/BAIIA	14,1	(-)	8,9	20,6	9,1	4,8	(-)	7,5	15,9	13,4	0,6	10,1	0,5	(-)	9,6	9,4	3
		C/FMO	26,3	(-)	31,7	26,2	6,3	9,1	(-)	12,9	(-)	19,6	0,6	N/A	2,3	(-)	15,0	14,7	4
	Futur	Levier	1,0	10,1	N/A	N/A	7,4	N/A	(-)	5,1	11,3	N/A	0,5	7,1	N/A	(-)	6,1	5,2	2
		C/V	0,7	0,9	1,7	0,8	0,2	1,4	0,3	0,1	0,2	2,4	0,0	0,1	0,5	7,2	1,2	1,2	
		C/B	34,3	12,3	14,0	33,0	5,1	66,3	(-)	(-)	(-)	35,6	(-)	(-)	11,0	(-)	26,4	23,4	6
		C/E	5,6	6,3	3,1	3,5	(-)	0,7	(-)	0,5	0,5	3,6	(-)	0,4	0,5	1,2	2,4	2,1	3
		VE/BAIIA	15,5	(-)	7,6	13,5	9,6	3,2	(-)	7,2	14,4	19,9	2,8	(-)	0,6	(-)	9,4	9,2	4
		C/FMO	15,9	(-)	15,0	12,5	3,7	3,2	(-)	35,6	2,4	71,7	0,7	N/A	2,5	(-)	16,3	11,4	3
		Levier	1,1	10,1	N/A	N/A	7,9	N/A	(-)	4,9	10,2	N/A	2,2	(-)	N/A	(-)	6,1	6,3	3

L'observation du tableau de multiples permet dans un premier temps de constater que cinq compagnies à l'étude génèrent des résultats négatifs sur une base de bénéfices nets à la veille de la descente ultime. Les neuf compagnies générant des bénéfices nets positifs ont un multiple cours/bénéfice (C/B) moyen de près de 30X alors que les compagnies ayant un cours valeur d'entreprise/BAIIA (VE/BAIIA) affichent un multiple moyen de 9,4X sur une base de résultats passés. Trois compagnies possèdent également un capital-actions négatif tandis que celles ayant un niveau d'équité positif possèdent un ratio cours/équité (C/E) moyen de 2,1. L'ensemble des compagnies affiche un ratio de cours/vente (C/V) moyen de 1,4X. Cinq compagnies ne posséderont aucune dette (N/A) alors que le ratio moyen de levier dette nette/BAIIA (Levier) des compagnies endettées affiche un haut niveau de lever à 5,2X. En comparant ces résultats à ceux des multiples basés sur les résultats futurs, nous observons une baisse des ratios moyens de C/V, C/B, et C/FMO suggérant que les résultats moyens de ventes, bénéfices nets et flux monétaires opérationnels des quatre trimestres à venir sont meilleurs que ceux des quatre trimestres passés. Le ratio de levier financier quant à lui augmente lorsque mesuré à l'aide du BAIIA

futur vis-à-vis celui calculé à l'aide du BAIIA passé, suggérant une baisse des niveaux moyens de BAIIA. Cinq compagnies sur quatorze ne possèdent pas de dette alors que deux compagnies génèrent un niveau de BAIIA négatif au cours des quatre trimestres précédents.

De façon générale, l'auteur conclut que ces résultats exposent des évaluations riches en comparaison aux évaluations moyennes du marché sur la période 2002-2015. Alors qu'un peu moins du tiers des compagnies à l'étude ne possèdent pas de dette, le ratio de levier financier est quant à lui très élevé pour les compagnies avec de la dette. Étant donné que cette recherche n'expose pas les évaluations précédentes à ce point d'entrée en phase centrale, il est difficile pour l'auteur d'identifier des éléments suggérant une baisse imminente de -50% uniquement par l'observation des multiples d'évaluation. Les évaluations de la phase centrale et de poursuite exposées plus bas permettront une meilleure analyse comparative d'évolution des multiples à travers le phénomène.

Phase centrale

Le tableau ici-bas représente les évaluations présentes au moment du point creux du renversement extrême.

Compagnies	ATD.TO	NTRI	DECK	CCT	DPZ	PRE.TO	JAZZ	ITP.TO	CONN	GIL.TO	AC.TO	CSIQ	IQNT	ANI	Moyenne	Moy. Tronq.	(-) / 14
Phase centrale (au point creux)	Valeur M\$	1 134	35	221	211	164	448	15	55	80	2 006	228	88	69	22	341	
	Cours (\$)	2,17 \$	1,20 \$	17,16 \$	5,04 \$	2,83 \$	2,00 \$	0,55 \$	0,93 \$	3,20 \$	8,27 \$	0,82 \$	2,03 \$	2,15 \$	5,37 \$	3,84 \$	
	C/V	0,4	1,1	0,9	2,3	0,1	0,8	0,2	0,1	0,1	1,2	0,0	0,1	0,3	8,4	1,1	0,6
	C/B	17,6	(-)	7,6	16,5	2,9	4,9	(-)	(-)	9,2	8,6	(-)	(-)	4,8	(-)	9,0	8,6
	C/E	2,6	3,0	1,4	1,6	(-)	0,3	(-)	0,2	0,2	1,5	(-)	0,2	0,2	0,8	1,1	1,0
	VE/BAIIA	9,0	(-)	4,3	7,0	8,2	1,7	(-)	7,1	10,6	6,9	0,7	202,1	(-)	(-)	25,8	6,9
	C/FMO	12,8	(-)	(-)	9,6	3,0	3,0	(-)	1,7	1,2	11,3	0,4	N/A	1,3	(-)	4,9	4,3
	Lever	1,9	10,1	N/A	N/A	7,4	N/A	(-)	5,7	8,9	0,4	0,6	167,5	N/A	(-)	25,3	5,0
	C/V	0,3	0,4	0,8	0,3	0,1	0,8	0,1	0,1	0,1	1,0	0,0	0,1	0,3	1,4	0,4	0,4
	C/B	16,4	5,8	7,1	15,6	2,4	(-)	(-)	(-)	(-)	13,7	1,8	(-)	3,2	(-)	8,3	8,0
	C/E	2,6	3,0	1,4	1,6	(-)	0,3	(-)	0,2	0,2	1,5	(-)	0,2	0,2	0,8	1,1	1,0
	VE/BAIIA	6,9	2,9	4,1	5,9	8,7	2,1	4,7	5,1	69,6	8,0	(-)	7,2	(-)	(-)	11,4	6,0
	C/FMO	4,3	5,4	5,4	5,7	1,8	1,8	(-)	2,1	1,0	9,1	0,4	N/A	1,2	10,7	4,1	3,8
	Lever	1,5	N/A	N/A	N/A	7,9	N/A	4,1	4,1	58,4	0,5	(-)	6,0	N/A	(-)	11,8	4,0

L'auteur constate en premier lieu que six entreprises sont en situation de bénéfices nets négatifs, et que quatre entreprises ne possèdent aucune dette. Les multiples d'évaluation de C/V, C/B, C/E et VE/BAIIA sont maintenant à des niveaux beaucoup plus bas que ceux observés lors de la phase préliminaire exposée précédemment. Bien qu'il soit préférable de comparer les multiples à ceux de l'industrie ou du marché, des niveaux de C/B de 8,6X,

de VE/BAIIA de 6,9X et de C/FMO de 4,3X sont reconnus généralement comme étant de bas multiples d'évaluation pouvant être catégorisés de type valeur. Alors que le levier financier demeure très élevé à 5X pour les compagnies ayant de la dette, il s'améliore quelque peu lors des douze mois futurs grâce à l'augmentation des niveaux de BAIIA. L'ensemble des multiples d'évaluation continue de baisser lorsqu'ils sont calculés en fonction des résultats à venir ce qui suggère une amélioration des résultats financiers.

Pour les compagnies générant des résultats financiers positifs, la compression très significative des multiples d'évaluation de ventes, bénéfices nets, BAIIA et FMO suggèrent le passage depuis de hauts niveaux d'évaluation à de bas niveaux d'évaluation. En fait, l'auteur note que les ratios de C/V, C/B, C/E et C/FMO se rétractent tous de plus de -50% (soit la baisse du prix de l'action), suggérant que la baisse des ratios est trop extrême, alors que les résultats financiers continuent de s'améliorer, ou que le risque perçu augmente. Ces deux situations sont favorables pour l'investisseur. Il est important tout de fois de souligner qu'un nombre important de compagnies génèrent des résultats financiers négatifs, du moins sur une base non ajustée, ce qui suggère un niveau d'incertitude élevé auprès du marché.

Phase de poursuite

Le tableau ici-bas présente les évaluations au début de la phase de poursuite soit à la suite du renversement initial de +100 % depuis le creux. Malgré la montée importante du prix de l'action depuis le point creux, de forts rendements sont toujours à venir pour les détenteurs des titres à l'étude.

Compagnies	ATD.TO	NTRI	DECK	CCT	DPZ	PRE.TO	JAZZ	ITP.TO	CONN	GIL.TO	AC.TO	CSIQ	IQNT	ANI	Moyenne	Moy. Tronq.	(-) / 14
Phase poursuite (après renversement initial)	Valeur M\$	2 314	76	446	494	344	902	88	111	188	4 100	496	189	147	103	714	
	Cours (\$)	4,42 \$	2,42 \$	34,59 \$	10,14 \$	6,03 \$	4,03 \$	3,16 \$	1,89 \$	6,55 \$	16,76 \$	1,79 \$	4,37 \$	4,53 \$	10,86 \$	7,97 \$	
	C/V	0,6	2,2	1,7	0,8	0,2	1,6	1,2	0,1	0,2	2,1	0,0	0,1	0,5	4,7	1,2	1,2
	C/B	32,9	(-)	14,0	32,6	6,6	9,9	(-)	(-)	(-)	27,7	(-)	(-)	(-)	20,6	21,1	8
	C/E	4,9	6,3	2,5	2,6	(-)	0,6	(-)	0,8	0,5	2,9	(-)	0,5	1,4	2,8	2,4	3
	VE/BAIIA	14,1	(-)	7,2	16,1	9,2	3,4	(-)	6,9	10,7	15,7	2,7	242,0	1,9	(-)	30,0	9,6
	C/FMO	13,2	(-)	15,1	12,3	4,7	6,0	(-)	36,2	2,7	18,4	0,7	N/A	2,5	(-)	11,2	9,4
	Levier	1,2	23,8	N/A	N/A	7,5	N/A	(-)	4,6	7,1	0,4	2,1	167,5	N/A	(-)	26,8	7,7
	C/V	0,3	0,6	1,5	0,4	0,2	1,6	0,7	0,1	0,3	1,9	0,0	0,1	0,7	2,5	0,8	0,8
	C/B	21,3	6,1	10,5	14,3	4,4	(-)	(-)	11,5	(-)	12,6	3,4	(-)	2,3	10,1	9,7	4
	C/E	4,9	6,3	2,5	2,6	(-)	0,6	(-)	0,8	0,5	2,9	(-)	0,5	1,4	2,8	2,4	3
	VE/BAIIA	8,5	3,4	5,6	8,6	7,0	4,3	7,9	4,4	94,4	9,3	(-)	8,7	1,7	16,7	13,9	7,7
	C/FMO	6,9	3,7	9,2	7,2	3,4	3,7	(-)	1,4	3,2	9,5	0,7	N/A	3,4	14,3	5,6	1
	Levier	0,7	N/A	N/A	N/A	5,8	N/A	4,1	2,9	62,1	0,2	(-)	6,0	N/A	N/A	11,7	3,9

Une première observation permet de constater que huit compagnies génèrent des pertes dans les 12 derniers mois et que quatre généreront des pertes dans les douze mois qui suivront. De façon générale, les multiples d'évaluation basés sur les résultats passés démontrent une montée importante depuis ceux observés aux points clés précédents, mais demeurent tout de même inférieurs à ceux observés à l'entrée de la phase centrale de renversement soit tout juste avant la dégringolade finale de -50% avant d'en arriver au point creux. Le niveau financier est à son point le plus élevé, lorsque basé sur le BAIIA passé alors qu'il s'abaisse au niveau le plus bas, lorsque basé sur le BAIIA futur. La différence notable entre le niveau des multiples basés sur les résultats passés et ceux basés sur les résultats futurs suggère une amélioration très rapide attendue des résultats durant les 12 mois suivants ce point d'évaluation.

Dans son observation de l'évolution des multiples, l'investisseur aguerri notera une augmentation rapide des multiples d'évaluations depuis le point creux. Par contre, lorsqu'observés sur une base des quatre trimestres à venir, les multiples demeurent très bas relativement à ceux à l'entrée de la phase centrale de renversement (juste avant la descente de -50%). Dans sa prise de décision, l'investisseur devra donc chercher à identifier des compagnies ayant de bas multiples d'évaluation, soit sur une base des quatre derniers ou sur celle de son anticipation des quatre prochains trimestres.

Implications pour l'investisseur

L'auteur note par l'étude des multiples d'évaluation la présence d'une profitabilité négative pour plusieurs compagnies en portefeuille sur une base de résultats non ajustés. Également, les compagnies ayant de la dette, possède un haut niveau de levier financier (dette nette / BAIIA) ce qui amène un plus haut niveau de risque. Ces éléments mènent certainement à un niveau d'incertitude plus élevé. L'auteur juge néanmoins qu'il est possible et préférable pour un investisseur tentant d'exploiter le phénomène de reversement extrême de se concentrer sur les compagnies à profitabilité positive et ayant peu ou pas de dette. Une recherche future pourrait également baser l'évaluation des

multiples sur les résultats ajustés aux éléments non récurrents et cibler des compagnies ayant uniquement une profitabilité positive.

Pour les compagnies ayant des multiples d'évaluation positifs de C/B, EV/BAIIA et C/FMO, l'investisseur aguerri aura avantage à cibler les compagnies ayant connu une forte compression de multiples, souvent plus que la descente du prix de l'action. L'investisseur aguerri souhaitera acheter les compagnies ayant de bas multiples d'évaluation comparés à leurs mesures historiques, lorsque calculées sur une base des résultats anticipés des quatre trimestres à venir, considérant que le consensus du marché est peut-être erroné.

Étude des principales catégories à travers les périodes de renversement

L'identification de catégories principales permet à la fois d'offrir un cadre d'analyse du phénomène, mais également de fournir au lecteur une série d'éléments lui permettant de statuer que la compagnie étudiée est en processus de renversement extrême. Le processus itératif d'analyse intra et intercas permet d'identifier sept catégories principales soit les commentaires face à l'évolution des résultats, la présence d'événements transformateurs, les changements dans la haute direction ou gouvernance, l'atteinte et la modification des anticipations, les stratégies et mesures prises, les éléments de nature externe et les autres éléments de considération. L'analyse du phénomène de renversement extrême sera effectuée à travers ces catégories principales. Aux fins de rappel, ces catégories ont été identifiées suite à un processus intensif d'itération suite à la collecte, lecture, classement et réorganisation des communiqués de presse. Ces catégories regroupent les éléments les plus abordés dans les communiqués de presse à travers le phénomène de renversement extrême.

Les prochaines pages aborderont les éléments identifiés dans les communiqués de presse une catégorie à la fois. Chaque analyse de catégorie sera séparée en quatre : par les trois phases identifiées plus haut ainsi qu'une section d'observation et de conclusions. Aux fins

de rappel, la définition de chacune des phases de renversement est donnée dans la section « Définitions et justifications des périodes étudiées au cours du phénomène » du présent mémoire. Les conclusions tirées suite à l'analyse de chaque catégorie permettront de fournir des pistes visant à une meilleure compréhension du phénomène et son exploitation à travers les différentes phases du renversement extrême.

Commentaires face à l'évolutions des résultats

L'évolution positive et négative des différents éléments financiers soulevés dans les textes des communiqués de presse tels que les niveaux indiqués de croissance des ventes, volumes ou éléments de profitabilité sont exposés sous cette catégorie. L'atteinte de résultats records est également un élément récurrent chez les compagnies à l'étude et qui se traduisent souvent par l'atteinte de niveaux de croissance très élevés.

Phase préliminaire

Il est facile de penser que les entreprises à la veille d'une descente de -50 % ou plus de leur prix de l'action se trouvent dans des situations difficiles ou précaires. Les éléments observés chez les compagnies à l'étude indiquent plutôt l'inverse. En effet, la vaste majorité des entreprises à l'étude se trouvent dans une position de force lors de la période précédant la descente, lorsque qu'observé par les nombreuses démonstrations de résultats records de vente, de volumes et de profitabilité en forte croissance. Certaines compagnies ne semblent pas démontrer une quelconque source d'essoufflement ou des problèmes potentiels. Le tableau ici-bas expose quelles entreprises ont réalisé des résultats records.

	<i>Phase de contexte</i>	ATD.TO	PRE.TO	DECK	CCT	DPZ	GIL.TO	AC.TO	CSIQ	IQNT	NTRI	JAZZ	ANI	CONN	ITP.TO
Records	Croissance (ventes ou profits)	*	*								*				
	Ventes	*	*	*	*	*	*		*	*		*	*		
	Profitabilité (BAIIA et BPA)	*	*	*			*	*							
	Volumes	*	*	*	*	*		*	*	*					

La présence de résultats positifs durant la phase préliminaire est un thème récurrent. Plusieurs signes positifs sont notés durant cette période de contexte tel que des gains de parts de marché, des économies d'échelles et des efficiences de production. Certaines

compagnies observent une hausse rapide de la croissance des ventes d'un segment ou produit principal, une contribution positive de nouveaux produits, une succession de larges contrats récurrents ou même une reprise des ventes ou profits à la suite de déclin précédents.

En revanche, tout n'est évidemment pas rose. En effet, le contexte prend également place dans une période de ralentissement de croissance ou de décroissance des ventes et des profits par action ou de difficultés face à un produit ou un segment principal. La pression à la baisse sur le prix de l'action de certaines compagnies à l'étude durant la phase préliminaire est explicable par des éléments tels qu'une dégradation des ventes comparables, des inefficiences d'approvisionnement ou de fabrication, d'une détérioration des niveaux de profitabilité et la difficulté à renverser des tendances négatives et à retrouver une profitabilité soutenable.

Phase centrale

Ici, la baisse du prix de l'action est associée pour certaines, à une dégradation de la croissance des ventes organiques ou comparables à celles de la période antérieure pour l'entreprise dans son ensemble ou bien pour un produit ou segment majeur. La mauvaise performance financière des compagnies à l'étude et leur prix de l'action est également le résultat d'inefficiences d'approvisionnement ou de fabrication, ou même de radiations d'actifs. La difficulté de retrouver une croissance et une profitabilité soutenables est également soulevée.

Des éléments liés à la dette jouent aussi un rôle important dans la dégringolade extrême des titres de certaines compagnies à l'étude, causant beaucoup d'incertitude alors que le marché remet en question la flexibilité financière, ou même la pérennité de ces compagnies. Pour l'une, une acquisition trop importante en majeure partie financée par la dette semble être une trop grosse bouchée à avaler alors que pour une autre, la mauvaise qualité de son portefeuille de crédit de prêts aux clients cause des impacts majeurs sur sa profitabilité et mène au bri potentiel imminent des restrictions sur sa

dette. Une autre compagnie génère des pertes importantes et son niveau de liquidités critique menace la survie même de l'entreprise alors qu'elle fait défaut sur le paiement de ses dettes. Finalement, deux compagnies font face à une condamnation judiciaire importante alors qu'une autre s'est fait imposer des mesures *antidumping* pour ses opérations américaines. La présence de ces éléments renforce l'importance de tenir compte des anticipations de risque et de variation du niveau d'incertitude.

Le retour à une performance financière positive est sans doute l'un des éléments les plus contributeurs à la stabilisation et à la reprise du prix des actions. En effet, cette reprise ou continuité de résultats positifs se traduit avant tout par les éléments suivants : une stabilisation des ventes pour le produit ou segment principal ayant précédemment subi des résultats décevants ; des hausses de volumes soutenus de production ; un ralentissement de déclin des ventes comparables pour ensuite observer une reprise positive de celles-ci. La stabilisation du prix des actions et le revirement initial sont le résultat de gains de parts de marché et de succession de nouveaux contrats importants. L'amélioration des niveaux de profitabilité qui s'ensuit résulte d'une expansion, rapide ou graduelle, des marges brutes en raison de changements favorables de prix de ventes ou de mix et d'efficacité opérationnelle. Ces expansions de marge enclenchent une hausse rapide et significative des niveaux de profitabilité, ou alors un ralentissement de la décroissance des BPA ou une diminution des niveaux de pertes nettes et par le fait même une diminution du niveau de risque perçu. La poursuite de résultats records est observée chez plusieurs compagnies et permet certainement d'atténuer les sentiments négatifs récents à leur égard. Le tableau ci-bas expose une poursuite de résultats records pour neuf compagnies à l'étude durant la phase centrale.

	<i>Phase centrale</i>	CCT	PRE.TO	ANI	ATD.TO	DECK	AC.TO	IQNT	NTRI	CSIQ	DPZ	JAZZ	ITP.TO	CONN	GIL.TO
Records	Croissance (ventes ou profits)	*	*	*					*						
	Ventes	*	*	*	*	*	*	*							
	Profitabilité (BAIIA et BPA)	*	*	*	*	*									
	Volumes	*	*	*	*	*	*	*		*					

Phase de poursuite

Le tableau suivant expose que la phase de poursuite se caractérise elle aussi par l'atteinte de résultats records tels qu'indiqué par la direction des entreprises dans leurs communiqués de presse.

	<i>Phase de poursuite</i>	ATD.TO	NTRI	PRE.TO	JAZZ	ANI	DECK	CCT	GIL.TO	AC.TO	DPZ	ITP.TO	CONN	CSIQ	IQNT
Records	Croissance (ventes ou profits)	*	*	*	*	*									
	Ventes	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*				
	Profitabilité (BAIIA et BPA)	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*				
	Volumes	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*				

La poursuite du renversement semble avant tout soutenue par une reprise des niveaux de croissance positifs de ventes comparables à celles de l'année précédente, une reprise ou une accélération (parfois exponentielle) vers de hauts niveaux de croissance de ventes et profitabilité. Ces croissances majeures des résultats font suite à l'intégration d'une acquisition majeure, d'une demande extrême pour le produit ou alors d'une succession de nouveaux contrats importants. De façon générale, les marges subissent une expansion soutenue grâce aux éléments suivant : l'introduction de nouveaux produits à plus hautes marges et à l'évolution favorable du mix de produits ; la gestion des coûts d'opération ou financiers et le gain d'économies d'échelle ; une variation favorable du prix de la commodité vendue ou achetée. Une compagnie réalise les premiers bénéfices de son histoire au début de la période de poursuite et ses résultats par actions démontrent ensuite une croissance explosive.

Compréhension du phénomène

L'évolution de la performance concorde avec l'évolution des phases du renversement extrême. En effet, la période préliminaire expose de nombreux commentaires positifs ainsi que de nombreuses atteintes de résultats records. L'auteur note des gains de parts de marché, des économies d'échelles et des efficacités de productions et des niveaux de croissance rapide. Cette période est donc marquée par certaines forces sous-jacentes aux compagnies et qui sont sans doute appréciées du marché.

Les premiers signes de dégradations émergent alors et enclenchent une période d'incertitude et de messages conflictuels vis-à-vis les développements positifs précédemment identifiés et enclenche une augmentation du risque perçu. La poursuite de la dégradation de certains éléments précis et la difficulté de la direction à renverser ces tendances négatives ainsi que d'autres éléments majeurs tels que la radiation d'actifs, l'augmentation de dette à des niveaux critiques ou même le bri potentiel des conditions sur la dette ou le défaut de paiement d'intérêts augment le niveau d'incertitude et poussent le prix des actions vers une descente extrême de plus de -50 %. Malgré la poursuite de résultats records, le marché accorde beaucoup d'importance à un nombre limité d'éléments de détresse ou de détérioration du grand lot d'incertitude qui en résulte. La poursuite des résultats records et la résorption graduelle ou rapide des éléments précis ayant poussé le prix vers une descente extrême mènent à la stabilisation et au renversement initial du prix.

Ceci amène graduellement plus de certitude au marché et le force à se reconcentrer sur les éléments positifs. La période de hausse soutenue expose que les éléments ciblés par la direction des entreprises lors de la descente du prix de leurs actions se sont résorbés et que la réalisation de résultats records en forte croissance reprend ou alors se poursuit. Plus les niveaux de croissance sont extrêmes lors de la période de hausse soutenue, et plus le renversement est des plus extrêmes. À ce point, le marché semble avoir laissé de côté plusieurs doutes face aux résultats et l'euphorie reprend.

Implications pour l'investisseur

De façon générale, l'investisseur aguerri devra identifier des compagnies ayant généré une série de résultats records soit au niveau de la croissance ou à l'atteinte de niveaux records de revenus, profits ou volumes. Bien que la présence de résultats records diminue lors de la phase centrale, ceux-ci demeurent tout de même très présents. L'investisseur aguerri profitera initialement d'une poursuite ou une reprise de résultats records alors que les éléments responsables du ralentissement ou de la dégradation des résultats se résorbent. Il doit identifier le ou les éléments responsables de la dégradation des résultats

et observer une stabilisation ou une résorption graduelle de ce ou de ces éléments. Cette identification permettra à l'investisseur aguerri de se positionner à la veille d'une expansion soutenue des marges de profitabilité, propulsant ainsi le prix de l'action à la hausse. Afin d'envisager si le renversement se poursuivra vers un niveau extrême, il doit observer une reprise de croissance, lorsque précédemment négative, une accélération et ensuite un soutien des niveaux de croissance des ventes ou de profitabilité ainsi qu'une expansion des marges.

Présence d'événements transformateurs

Les événements transformateurs se définissent ici par des éléments qui ont un impact très significatif sur les opérations ou les résultats des entreprises à l'étude. Ces événements sont par exemple des opérations majeures de fusion et acquisitions, une prise de contrôle externe, une modification de la structure de capital ou un refinancement critique, une vente de division majeure, une série de nouveaux contrats ou partenariats très importants ou autres changements stratégiques de réorientation du modèle d'affaires et qui ont une influence significative sur les opérations de l'entreprise.

Phase préliminaire

La phase préliminaire prend place alors que des événements transformateurs subviennent chez douze compagnies. Huit d'entre elles vivent des événements transformateurs avant même que la décente initiale du prix survienne. L'auteur note deux entrées en bourse récente et une modification de la structure de capital par le versement d'un dividende majeur financé par la dette. Trois compagnies réalisent une ou des acquisitions transformatrices récentes et deux sont en situation de demande extrême pour l'ensemble de leur solution ou pour une nouvelle ligne de produits. Une compagnie subit également une prise de contrôle par un groupe externe qui prend possession de plus de 50 % des actions en circulation et qui enclenche une transition du modèle d'affaires suite au changement de haute direction.

	<i>Phase de contexte</i>	JAZZ	NTRI	AC.TO	PRE.TO	CCT	IQNT	ANI	ATD.TO	DECK	DPZ	CSIQ	CONN	GIL.TO	ITP.TO
Évén. Transf.	Fusion et acquisitions				•		•	•	•						
	Demande extrême et contrats		•			•				•					
	Financement et structure de capital	••				•	•				•		•		
	Changements stratégiques	•	•	•	•							•			
	Autres événements	••	•	••				•							

Plusieurs événements transformateurs prennent place au cours de la descente initiale du prix des actions. Les événements négatifs les plus évidents sont l'annonce de licenciements majeurs à la suite du retardement du calendrier de développement de produits, des résultats cliniques qui ne rencontrent pas les exigences de la *FDA*, le rejet des ententes de négociations collectives principales, la vente majeure d'actions détenus par l'actionnaire principal et une émission majeure d'actions pour un financement primordial à la survie de l'entreprise. D'autres éléments transformateurs soulevés lors de la période de descente relèvent de l'annonce d'un partenariat transformateur d'augmentation de capacité, l'entrée dans une entente de fusion transformatrice ainsi qu'un pivot du modèle d'affaires.

Phase centrale

Tel qu'exposé dans le tableau ici-bas, la présence d'événements transformateurs s'observe chez onze compagnies à l'étude lors de la phase centrale.

	<i>Phase centrale</i>	CCT	AC.TO	CSIQ	IQNT	CONN	ATD.TO	PRE.TO	DECK	NTRI	JAZZ	ANI	ITP.TO	DPZ	GIL.TO
Évén. Transf.	Fusion et acquisitions	••					•					•			
	Demande extrême et contrats	••							•	•					
	Financement et structure de capital					••					•				
	Changements stratégiques		••	••	•			•							
	Autres événements		•	•	•										

Certains de ces éléments transformateurs contribuent en premier lieu à la baisse prononcée des titres. En effet, pour les trois compagnies ci-dessus ayant effectué une fusion ou une acquisition majeure, l'annonce et/ou la complétion de celle-ci est accueillie froidement par les investisseurs. Possiblement en raison de leur inconfort face au prix payé ou aux termes de financement. La transition en cours du modèle d'affaires d'une compagnie à l'étude cause également une pression temporaire sur le niveau de volumes et de marges.

Paradoxalement, la situation de renversement et de stabilisation s'enclenche pour une compagnie suite à l'approbation finale d'une acquisition transformatrice pour laquelle l'annonce initiale semble avoir causé beaucoup de pression négative sur le prix de l'action. Une compagnie à l'étude procède à la vente d'une division principale responsable de la majorité de la croissance de ses revenus, mais qui génère de piètres niveaux de profitabilité. La vente de cette division permet instantanément à cette compagnie de gonfler drastiquement ses niveaux de profits et de diminuer largement ses dépenses en investissement, gonflant en retour la génération de flux monétaires libres. Le refinancement critique des compagnies en détresse financière enclenche de façon claire et précise le renversement initial alors qu'il permet d'éviter le défaut sur la dette.

Phase de poursuite

Huit compagnies à l'étude vivent un événement transformateur au cours de la phase de poursuite.

	<i>Phase de poursuite</i>	AC.TO	JAZZ	ANI	PRE.TO	CSIQ	ATD.TO	NTRI	CONN	ITP.TO	IQNT	DECK	CCT	DPZ	GIL.TO
Évén. Transf.	Fusion et acquisitions			••			•								
	Demande extrême et contrats					•		•							
	Financement et structure de capital	•	••	•					•						
	Changements stratégiques	••			••	•									
	Autres événements	•	••												

Les acquisitions dites transformatrices permettent aux compagnies d'augmenter considérablement leurs niveaux de croissance des ventes et de profitabilité ainsi qu'un meilleur positionnement stratégique et des économies d'échelles. L'achat de portefeuilles de produits pouvant être distribués via un réseau de vente existant sans coûts additionnels permet d'augmenter considérablement le niveau de profitabilité global. Pour deux cas à l'étude, des émissions majeures d'actions et bons de souscription permettent de renflouer les coffres et de payer l'entièreté des dettes, écartant ainsi les menaces d'ordre financières et offrant à celles-ci une grande flexibilité financière alors qu'elles génèrent des flux monétaires positifs. Une compagnie parvient également à allonger considérablement la date limite pour la capitalisation de ses régimes de retraite.

Certaines mesures stratégiques peuvent également être caractérisées comme étant transformatrices. Le transporteur aérien annonce un partenariat nord-américain majeur, la formation d'un groupe voyage d'agrément et le lancement réussi d'un nouveau transporteur pour lequel l'accueil est ensuite décrit comme étant favorable. Le producteur pétrolier poursuit l'annonce de plans transformateurs d'expansion de capacité de production alors que le fournisseur de services solaires poursuit sa transformation réussie de son modèle d'affaires vers une offre de solutions récurrentes à plus hautes marges. Le caractère extrême s'exprime également par une demande tout à fait explosive (supérieure à ce que quiconque puisse rêver) ou alors par la succession de nouveaux contrats majeurs.

Compréhension du phénomène

La présence d'événements transformateurs est un thème récurrent chez les compagnies à l'étude. L'auteur suppose que ces nombreux changements importants rendent la tâche du marché d'évaluer correctement la valeur des compagnies à l'étude encore plus ardue. En effet, étant donné que la fréquence et l'ampleur de ces événements sont difficiles à prédire pour le marché, leur avènement cause une variété de réactions biaisées et force un réajustement souvent rapide du prix de l'action. La présence d'éléments transformateurs suggère que l'entreprise est en transformation et qu'il est possiblement plus difficile pour le marché de prédire la direction exacte de ses résultats. Ces événements transformateurs causent ainsi de l'incertitude initiale et ont parfois un effet adverse sur les résultats à court terme.

Les événements transformateurs marquent des changements profonds dans les compagnies étudiées et propulsent celles-ci vers des endroits plus prometteurs. En effet, ces transformations mènent les compagnies vers de meilleurs positionnements stratégiques ou les propulsent vers de nouveaux niveaux de résultats. La présence d'éléments transformateurs suggère que des changements importants prennent place, forçant ainsi le marché à devoir réévaluer ses anticipations. L'avènement de ces éléments

signifie parfois que la compagnie écarte les risques ayant mené à la baisse drastique du prix des actions.

Implications pour l'investisseur

Les événements transformateurs peuvent être de nature négative ou positive. L'investisseur aguerri devra garder en tête qu'un événement transformateur à caractère négatif peut être responsable de la poussée à la baisse du prix de l'action. Ce type d'événement négatif est davantage présent lors de la phase préliminaire ou de descente de la phase centrale. Il désirera donc concentrer son attention sur les événements transformateurs positifs. Deux types d'événements transformateurs positifs sont à observer. Un premier qui permet d'éloigner une menace qui pèse lourd sur l'entreprise, ou pour pousser les niveaux de croissance des résultats à des niveaux supérieurs.

La stratégie à adopter pour l'investisseur peut alors être en deux volets. En se positionnant quelques mois après l'annonce d'événements transformateurs négatifs, et ainsi espérer se positionner avant le renversement, ou alors se positionner au moment de l'annonce d'événements transformateurs positifs.

Changements de haute direction

Un grand nombre d'instances de changements de haute direction est observé que ce soit pour le chef de la direction, le chef des finances, le chef du marketing ou le chef des opérations ou relativement à des changements dans les membres du conseil d'administration.

Phase préliminaire

La grande fréquence des changements de haute direction durant la phase préliminaire est certainement un point à souligner avec onze entreprises sur quatorze qui effectuent des changements au sommet de la pyramide hiérarchique.

	<i>Phase de contexte</i>	IQNT	DPZ	JAZZ	CONN	NTRI	CCT	CSIQ	DECK	PRE.TO	ITP.TO	GIL.TO	ATD.TO	AC.TO	ANI
Haute Direct.	Nomination CEO ou CFO	••	••		•	•	•	•	•		•				
	Démission CEO ou CFO	•••		•	•										
	Nomination COO ou CMO		•			•									
	Démission COO ou CMO		•												
	Conseil d'administration	•		••	•		•	•		•		•			

Ces nombreux changements prennent place avant que le déclin du prix de l'action s'enclenche pour huit d'entre elles. Quatre compagnies effectuent leurs changements en période de baisse du prix de l'action. Une compagnie à l'étude remplace presque l'entièreté de son équipe de direction juste avant l'entrée dans la phase centrale et cause une pression négative considérable sur le prix de l'action.

Phase centrale

Les événements de changements de haute direction demeurent présents durant la phase centrale avec sept compagnies qui en font, dont trois, avant le point creux du renversement et quatre après.

	<i>Phase centrale</i>	DECK	CCT	CONN	JAZZ	AC.TO	CSIQ	IQNT	ATD.TO	NTRI	DPZ	PRE.TO	ITP.TO	GIL.TO	ANI
Haute Direct.	Nomination CEO ou CFO	•	•												
	Démission CEO ou CFO	••		•	•										
	Nomination COO ou CMO					•	•								
	Démission COO ou CMO														
	Conseil d'administration	•	••	•				•							

Certains changements de direction causent des pressions à la baisse sur le prix des actions alors que d'autres causent des pressions à la hausse.

Phase de poursuite

Cinq compagnies à l'étude effectuent des changements dans la haute direction ou gouvernance lors de la phase de poursuite. Trois compagnies annoncent la démission du chef de la direction ou du chef des finances.

	<i>Phase de poursuite</i>	JAZZ	IQNT	DECK	DPZ	CONN	ATD.TO	NTRI	CCT	PRE.TO	ITP.TO	GIL.TO	AC.TO	CSIQ	ANI
Haute Direct.	Nomination CEO ou CFO		•	••	•	••									
	Démission CEO ou CFO	•	•		•										
	Nomination COO ou CMO					•									
	Démission COO ou CMO														
	Conseil d'administration	•••	••	•	•										

Compréhension du phénomène

De façon générale, l'auteur note qu'alors que douze compagnies sur quatorze procèdent à des changements de direction à un moment un autre, la majorité des changements ne s'effectuent pas en période de baisse du prix de l'action. L'auteur constate que la majorité des changements sont effectués lors de la phase préliminaire, suivi de la phase centrale. La phase de poursuite compte le moins de changements de direction. Sommes toutes, les changements de direction d'entreprises ne semblent pas avoir affecté directement et rapidement le prix des actions en général, à l'exception d'un cas à l'étude. Par contre, le changement de direction cause en général un élément additionnel d'incertitude pour les investisseurs et démontre le caractère de changement présent chez les entreprises à l'étude. La nouvelle direction peut suggérer de nouvelles mesures qui mènent éventuellement à l'amélioration du sort de l'entreprise.

Implications pour l'investisseur

À la recherche de signes présents lors du renversement extrême, l'investisseur aguerri cherchera des entreprises qui ont connu des changements de haute direction lors des derniers trimestres. Bien que la majorité de ces changements ont lieu durant la descente du prix de l'action, plusieurs sont également présents lors de la montée. De façon générale, l'investisseur aguerri interprétera ces changements en tant qu'indicateur de transformation ou changement chez l'entreprise, ce qui ajoutent des éléments d'incertitude pour le reste du marché qui pourront possiblement être exploitée par l'investisseur aguerri.

Atteinte et modification des anticipations

L'ensemble des éléments relatifs aux anticipations est détaillé dans cette section, qu'ils soient positifs ou négatifs. Ces éléments consistent non seulement en l'annonce de l'atteinte ou non des anticipations précédemment formulées par la direction, mais aussi des modifications positives ou négatives de celles-ci, tels que soulevé dans les communiqués de presse. Notons qu'il faille tout de même garder en tête que la direction

des compagnies à l'étude a tendance à souligner davantage les réalisations positives que négatives.

Phase préliminaire

La phase préliminaire prend place dans un contexte où onze compagnies partagent dans leurs communiqués de presse des anticipations de résultats positifs, de résultats supérieurs aux anticipations précédemment exposées par la direction ou une hausse, voire plusieurs hausses successives des anticipations. Ces annonces positives prennent place de façon équivalente entre la période de contexte initial et la période de baisse du prix des actions. En effet, six compagnies font ces annonces positives en période de contexte alors que sept les annoncent en période de faiblesse où le prix des actions a déjà entamé sa tendance baissière.

	<i>Phase de contexte</i>	DECK	GIL.TO	CONN	NTRI	CCT	PRE.TO	ITP.TO	DPZ	JAZZ	AC.TO	CSIQ	IQNT	ATD.TO	ANI
Antic. Positives	Anticipe la poursuite des bons résultats			•			•	•							
	Anticipe un retour à la croissance			•					•						
	Anticipation de forte croissance	•		•	••	•	•			•					
	Hausse des anticipations	••	••••												
	Hausses successives des anticipations	•••	•			•					•	•			
	Résultats supérieurs aux attentes	••	•	•	•			•					•		

La détérioration du prix de l'action est le résultat de baisses d'anticipations ou de résultats inférieurs aux attentes. Ces baisses d'anticipations concernent en premier lieu les niveaux de ventes et ont ensuite un impact direct sur les niveaux de profitabilité. Des volumes inférieurs ou un mix de produit moins favorable qu'anticipé précédemment sont à l'origine de la majorité des baisses d'anticipations.

	<i>Phase de contexte</i>	GIL.TO	AC.TO	ITP.TO	CONN	CCT	JAZZ	CSIQ	IQNT	ATD.TO	NTRI	DECK	DPZ	PRE.TO	ANI
Antic. Nég.	Anticipe une baisse de profitabilité	•••	•	•				•							
	Baisse des anticipations		••		•				•						
	Résultats sous les attentes			•		•	•								
	Cesse la divulgation d'anticipations				•										

L'annonce de la baisse des anticipations de la direction se traduit généralement par une forte réaction négative du marché tel qu'en témoignent les mouvements de prix au moment des annonces. Parmi les huit compagnies ayant communiqué des éléments

d'anticipations négatives, deux le font en période de contexte et six en période de baisse de prix de l'action.

Phase centrale

Une fois de plus, l'auteur constate une prépondérance d'atteinte ou de hausse des anticipations ainsi que des commentaires positifs. Par contre, cinq compagnies annoncent soit une baisse des anticipations ou des résultats inférieurs à celles précédemment communiquées. Parmi les dix instances soulevées dans le tableau ci-bas, neuf prennent place avant que le point creux du prix de l'action ne s'effectue. Des volumes inférieurs ou un mix de produits moins favorable qu'anticipé affectent le niveau des marges et sont à l'origine de la majorité des baisses d'anticipations. L'annonce de la baisse des anticipations de la direction se traduit en une forte réaction négative du marché tel qu'en témoignent les mouvements de prix subséquents.

	<i>Phase centrale</i>	GIL.TO	CSIQ	DECK	CCT	IQNT	ATD.TO	NTRI	DPZ	PRE.TO	JAZZ	ITP.TO	CONN	AC.TO	ANI
Antic. Nég.	Anticipe une baisse de profitabilité														
	Baisse des anticipations	•	••	••	•	•									
	Résultats sous les attentes	••	•												
	Cesse la divulgation d'anticipations														

Douze compagnies communiquent quant à elles des anticipations de résultats positifs, une hausse des anticipations ou des résultats supérieurs à ceux précédemment communiqués.

	<i>Phase centrale</i>	DECK	NTRI	CCT	ITP.TO	ATD.TO	GIL.TO	AC.TO	PRE.TO	CONN	CSIQ	IQNT	ANI	DPZ	JAZZ
Antic. Positives	Anticipe la poursuite des bons résultats	•	•		••	•	•		•	•			•		
	Anticipe un retour à la croissance									•					
	Anticipation de forte croissance		•	•		•			•		•		•		
	Hausse des anticipations	•	•	•••	•			••			•	•			
	Hausse successives des anticipations														
	Résultats supérieurs aux attentes	•••	•		•	•	••	•				•			

Six compagnies communiquent ces éléments avant le point creux de renversement alors que sept le font suite au creux. Ces résultats supérieurs, ou nettement supérieurs, aux attentes sont soutenus par la performance exceptionnelle d'une division ou alors par des synergies d'intégration plus rapides ou importantes que prévus. Les hausses des anticipations observées à ce stade du renversement sont en général significatives ou

même transformatrices. Elles exposent des anticipations de résultats transformateurs ou de forte croissance à la suite d'une acquisition majeure, la vente d'une division non profitable ou tout simplement une demande ou une performance opérationnelle plus importante que prévu. Une compagnie indique également qu'elle anticipe maintenant générer un bénéfice opérationnel positif soutenu pour les trimestres à venir.

Phase de poursuite

L'observation des éléments relatifs aux anticipations permet avant tout de constater la très forte propension à l'atteinte de résultats supérieurs aux attentes ou de hausse des anticipations lors de la phase de poursuite. En effet, les tableaux ci-bas exposent que l'ensemble des compagnies à l'étude communique des éléments positifs alors qu'uniquement trois d'entre elles communiquent des éléments négatifs. La fréquence des mentions est illustrée par le nombre de points.

	<i>Phase de poursuite</i>	NTRI	DECK	CSIQ	JAZZ	CONN	ATD.TO	CCT	ANI	ITP.TO	GIL.TO	IQNT	DPZ	PRE.TO	AC.TO
Antic. Positives	Anticipe la poursuite des bons résultats	••		•	••	•	•		•				•		
	Anticipe un retour à la croissance					•							•		
	Anticipation de forte croissance	••••		•	•	•	••	•	••	••	•			•	•
	Hausse des anticipations	•	•	•	•	•		•	•			•		•	
	Hausses successives des anticipations	•••	••••	••	•••			••				••			
	Résultats supérieurs aux attentes	•••••	•••••	•••••	•	•••	••	•	•	•	••				

	<i>Phase de poursuite</i>	CONN	AC.TO	CSIQ	ATD.TO	NTRI	DECK	CCT	DPZ	PRE.TO	JAZZ	ITP.TO	GIL.TO	IQNT	ANI
Antic. Nég.	Anticipe une baisse de profitabilité														
	Baisse des anticipations	•													
	Résultats sous les attentes		•	•											
	Cesse la divulgation d'anticipations														

Les résultats supérieurs aux attentes sont dus à une demande plus forte que prévu, à des réductions de coûts plus bénéfiques que prévu ou même à des synergies d'acquisition beaucoup plus importantes qu'anticipées initialement. L'atteinte de résultats supérieurs aux attentes mène nécessairement à plusieurs hausses des anticipations. Ces hausses peuvent être à la fois très fortes ou bien souvent successives, c'est-à-dire que les anticipations seront augmentées de façon répétitive pour une période donnée. Certaines compagnies affichent même des résultats qui sont supérieurs à ces hausses successives d'anticipations. Les hausses d'anticipations se font généralement au niveau des revenus

et des profits, mais certaines hausses observées s'appliquent uniquement au niveau de profitabilité.

Compréhension du phénomène

Dans sa recherche constante d'indicateurs lui permettant de réduire son niveau d'incertitude, le marché accorde une importance considérable à l'atteinte ou non des anticipations partagées par la direction. Les changements d'anticipations et leurs atteintes sont sans doute parmi les éléments démontrant le plus d'influence sur le prix des actions à l'étude. Non seulement lors de leur annonce, mais également à travers les différentes phases de renversements extrêmes. La baisse d'anticipations de la direction telle qu'indiqué dans les communiqués de presse et les résultats sous les attentes sont très prépondérants lors de la baisse du prix des actions et très peu présents lors des hausses. Quant aux hausses d'anticipations et de résultats supérieurs aux attentes, ceux-ci sont répartis de façon assez uniforme durant la phase préliminaire et la phase centrale. La phase de poursuite présente toutefois de larges occurrences de résultats supérieurs et nettement supérieurs aux attentes ainsi que des hausses répétées d'anticipations, propulsant ainsi les prix des actions en territoire de renversement extrême. De façon générale sur l'ensemble des périodes étudiées, les instances de hausse des anticipations et de résultats supérieurs aux attentes sont nettement plus fréquentes que celles de leurs contreparties négatives. Deux raisons peuvent expliquer cette observation soit la tendance de la direction à partager davantage les éléments positifs ou tout simplement que les compagnies à l'étude ont tendance à surpasser les anticipations précédemment formulées par la direction témoignant de l'élan positif de leurs résultats. L'auteur juge que vu le niveau d'incertitude élevé lors du phénomène de renversement extrême, le marché accorde une grande importance aux anticipations de la direction. Des changements dans celles-ci causent donc des surprises importantes comme en témoignent les variations de prix.

Implications pour l'investisseur

Pour l'ensemble des périodes à l'étude, l'auteur dénote une forte prépondérance à l'atteinte de résultats supérieurs aux attentes, de hausse des anticipations ou d'anticipations de bons résultats à venir. L'investisseur aguerri aura donc avantage à cibler des entreprises démontrant ces éléments à travers leurs communiqués de presse. Idéalement, l'investisseur se positionnera lorsque le prix de l'action a connu une baisse d'au moins -50 % et que la compagnie continue d'exposer des éléments positifs en lien avec les anticipations. L'investisseur doit se rappeler que très peu de résultats inférieurs aux attentes ou baisses d'anticipations sont divulgués en période de hausse du prix de l'action. La période de poursuite démontre une très forte prépondérance aux éléments positifs alors l'investisseur peut également les identifier et se positionner à travers cette phase de montée.

Stratégies et mesures prises

Plusieurs éléments de natures stratégiques ou de mesures prises par la haute direction sont également partagés dans les communiqués de presse. Ces éléments sont au cœur de l'évolution de la performance des entreprises et la façon dont elles passent à travers les difficultés vécues.

Phase préliminaire

Au niveau stratégique, l'auteur observe une transition vers une nouvelle stratégie marketing, le lancement d'une nouvelle ligne de produits, l'expansion de capacité, une expansion internationale et la poursuite d'une stratégie de différenciation et d'acquisitions. Au niveau des coûts, alors que l'une souligne des opportunités de gestions de coûts, d'autres poursuivent un programme majeur de réduction ou de transformation des coûts.

Parmi les mesures prises qui causent une pression à la baisse chez les entreprises étudiées, l'auteur note une annonce de licenciements majeurs ainsi que la réflexion face

au sort incertain d'un nouveau produit à savoir si cette opportunité sera poursuivie à la suite de résultats décevants. Également en période de baisse, une compagnie décide de resserrer les conditions de crédit offertes à la clientèle afin d'augmenter le niveau de qualité de son portefeuille de crédit, causant ainsi une pression négative à court terme sur ses résultats.

Phase centrale

Parmi les mesures prises en phase centrale qui impactent le plus le prix de l'action à la baisse, l'auteur note d'importantes renégociations d'ententes collectives menant à beaucoup d'incertitude face aux opérations. Une autre compagnie annonce des mesures de réduction de sa force de travail. Parmi les mesures prises contribuant à la stabilisation et au renversement initial du prix des actions à l'étude, l'auteur observe des mesures de rationalisation des opérations telles que la fermeture de magasins sous-performants, la rationalisation du portefeuille de crédit, ou la poursuite de mesure de réduction de coûts internes. Ces mesures se traduisent en général par des gains d'efficience et de productivité. Plusieurs nouveaux développements positifs tels que l'annonce d'un nouveau transporteur aérien, de projets d'expansion majeure de capacité, d'accélération du développement de nouveaux produits ou de lancement à venir d'un partenariat majeur prennent également place dans la période de stabilisation et renversement initial.

D'autres mesures de stabilisation et de reprise sont également observées telles que la complétion du processus de renégociation des ententes collectives ainsi que la mise en place d'un nouveau programme de financement pour les clients ou l'élimination de paiement de royalties sur un produit afin d'augmenter et soutenir les niveaux de profitabilité.

Phase de poursuite

Ici, la direction de certaines compagnies à l'étude souligne une solide exécution stratégique et une réussite des stratégies déployées de gestion et de différenciation, de marketing et de rationalisation. Les éléments marketing observés sont les suivants :

introduction de nouveaux produits permettant une meilleure différenciation ou de meilleurs niveaux de croissance et marges ; nouveaux programmes de commercialisation ; hausses considérables de prix des produits vendus ; augmentation des efforts marketing en lien avec le renforcement de marque ; expansion dans différents marchés géographiques ; diversification des lignes de produits. Certaines compagnies à l'étude poursuivent des mesures de rationalisation et même de réorganisation de la structure organisationnelle. La fermeture de magasins sous-performants et la priorité sur la gestion des coûts permettent une transformation vers une profitabilité durable.

Compréhension du phénomène

De façon générale, il est possible de faire une distinction entre les types de mesures annoncées durant les différentes phases du renversement. Les différentes mesures prises par la haute direction servent de guide à l'investisseur afin de juger de la santé des opérations de l'entreprise. Le contexte prend place majoritairement à travers des mesures positives. L'annonce de mesures perçues comme étant plus négatives cause une montée du niveau d'incertitude à savoir si ces éléments cachent des problèmes plus graves. Cette montée du niveau d'incertitude caractérise la période de baisse du prix de l'action. La poursuite de mesures de rationalisation qui commence à démontrer des résultats positifs, combinés à la reprise graduelle d'annonces de développements positifs aux compagnies caractérise la période de stabilisation et de renversement initial. C'est durant cette période de stabilisation et de renversement initial que les investisseurs regagnent graduellement confiance dans la direction positive que prend l'entreprise à en juger par les mesures prises par la haute direction. Finalement, bien que certaines mesures de réduction des coûts et d'augmentation de productivité demeurent en place, la période de hausse soutenue affiche un fort retour vers des mesures favorables à l'expansion et au développement de l'entreprise. La direction d'entreprise souligne une « solide exécution stratégique » ainsi que le déploiement réussi de ses stratégies. La confiance des investisseurs est alors regagnée.

Implications pour l'investisseur

De façon générale, les entreprises à l'étude démontrent un dynamisme dans les actions prises en attaquant de front les éléments causant du tort aux résultats et en prenant des initiatives positives pour les développements des opérations et la poursuite vers de meilleurs résultats financiers. L'investisseur aguerri désirera se positionner peu de temps après que des mesures de rationalisation ont été identifiées et implantées. De nombreuses mesures de développements positifs sont observées en phase de hausse ce qui suggère à l'investisseur que l'entreprise est peut-être en voie de poursuivre ou atteindre les résultats positifs.

Éléments de nature externe

L'évolution d'éléments de nature externe a également été soulevée par plusieurs des compagnies à l'étude afin de justifier leur bonne ou mauvaise performance. Ces éléments touchent par exemple la volatilité d'une marchandise, des faiblesses de consommation causées par des difficultés économiques ou d'autres éléments affectant l'industrie dans son ensemble.

Phase préliminaire

Bien que certains éléments externes ayant une contribution positive soient soulevés tels que des conditions favorables ou un redressement des activités économiques, la majorité des éléments externes soulevés sont ceux d'une contribution négative aux résultats et aux activités des entreprises.

	Phase de contexte	ITP.TO	GIL.TO	CONN	DPZ	AC.TO	CSIQ	ATD.TO	NTRI	DECK	CCT	PRE.TO	JAZZ	IQNT	ANI
Environnement externe	Conditions de marché favorables		••												
	Conditions de marché défavorables	•			•										
	Déflation du coût des mat. prem.		•												
	Difficultés économiques ou financières	•••		•••••	•		••								
	Inflation ou volatilité des mat. prem.		••••		••	•••									
	Déflation du prix de vente (commod.)	••													
	Redressement des activ. économ.	••		•											
	Autres						•								

Les différentes difficultés externes ayant eu une incidence sur la détérioration du prix des actions (indirectement ou directement) sont une volatilité du prix d'une commodité

achetée ou vendue, des difficultés économiques affectant le comportement de consommation et l'enclenchement de projets ainsi que des pressions compétitives diminuant considérablement le niveau de pouvoir sur le prix de vente.

Phase centrale

La phase centrale expose des influences de nature externe qui sont presque strictement négatives et qui contribuent à la dégringolade du prix de l'action en premier lieu. Les différentes difficultés externes vécues sont dans un premier temps de l'ordre de la volatilité du prix d'une commodité vendue ou achetée. La volatilité du prix d'une commodité comme le pétrole par exemple peut affecter à la fois les résultats du producteur qui vend le produit ou le transporteur aérien pour qui il s'agit d'un intrant important.

	<i>Phase centrale</i>	ITP.TO	CSIQ	CONN	GIL.TO	AC.TO	DECK	CCT	ATD.TO	NTRI	DPZ	PRE.TO	JAZZ	IQNT	ANI
Environnement externe	Conditions de marché favorables														
	Conditions de marché défavorables		•••		•										
	Déflation du coût des mat. prem.														
	Difficultés économiques ou financières	•	•	•••				•							
	Inflation ou volatilité des mat. prem.	•			••	••									
	Déflation du prix de vente (commod.)														
	Redressement des activ. économ.	••													
	Autres						•								

Cette volatilité adverse du prix des matières premières mène à une pression sur les marges des compagnies naviguant dans un environnement compétitif et qui ne parviennent pas à contrebalancer pleinement ces effets néfastes par un ajustement du prix de vente. Pour certains, la baisse rapide du coût des intrants pousse les prix de vente de l'industrie très rapidement à la baisse ce qui a une incidence négative sur les niveaux de croissance des ventes et le levier opérationnel. Toujours au cours de la période de baisse, des difficultés économiques externes sont soulevées afin d'expliquer des comportements de consommation plus faibles qui ne sont pas nécessairement causés par une piètre performance de l'entreprise. De plus, des périodes d'incertitude économique retardent la réalisation de certains projets.

La phase de stabilisation et de renversement prend place alors que ces éléments négatifs de nature externe se résorbent graduellement. La reprise du prix de la commodité à la suite d'une baisse drastique est observée pour le prix du coton et le prix du pétrole. Pour l'une, la baisse importante du prix du coton augmente drastiquement les niveaux de profitabilité. Pour l'autre, la reprise rapide du prix du pétrole permet de générer directement des niveaux de croissance spectaculaires lorsque combinée à une forte croissance des volumes vendus. L'émergence de signes encourageants face aux prix de vente pour l'ensemble de l'industrie calme également les pressions à la baisse sur le prix des actions. Les commentaires positifs de la mise en place d'un élan soutenu tant pour l'augmentation des prix de vente que pour le comportement de consommation des clients contribuent à la stabilisation et à la reprise du cours de l'action.

Phase de poursuite

	<i>Phase de poursuite</i>	ITP.TO	CSIQ	CCT	PRE.TO	GIL.TO	DPZ	CONN	ATD.TO	NTRI	DECK	JAZZ	AC.TO	IQNT	ANI
Environnement ext.	Conditions de marché favorables	••		•											
	Conditions de marché défavorables		•			•		•							
	Déflation du coût des mat. prem.														
	Difficultés économiques ou financières	•		•	•		•								
	Inflation ou volatilité des mat. prem.					•									
	Déflation du prix de vente (commod.)		•		•										
	Redressement des activ. économ.		•												

Les éléments de nature externe présents lors de la phase de hausse soutenue du prix de l'action à la suite du renversement indiquent un environnement beaucoup plus constructif. En effet, les compagnies abordant le sujet observent un environnement de prix plus constructif avec une reprise ou une accélération de la hausse des prix de vente de l'industrie ou de la commodité vendue et note des marchés sains.

Compréhension du phénomène

Avant toutes choses, il est important de souligner qu'il s'agit d'une décision subjective de la direction des compagnies d'aborder la situation de l'environnement externe ou non. Les entreprises qui décident de souligner des éléments de natures externes sont possiblement plus affectées par leur environnement que les autres. Les éléments d'environnement externe soulevés ont en premier lieu une influence négative sur les

résultats. Leur résorption graduelle ou rapide, accompagnée de commentaires positifs de la haute direction, concorde avec la stabilisation du prix des actions. La période de poursuite du renversement vers une situation extrême expose finalement un environnement externe beaucoup plus sain et constructif. De façon générale, on note un phénomène de concordance avec l'avènement d'éléments externes difficiles et la baisse du prix des actions ainsi que la résorption graduelle et finale de ces difficultés externes favorisant la stabilisation et le renversement extrême du prix.

Implications pour l'investisseur

L'investisseur cherchera à identifier des situations où l'entreprise accorde la mauvaise performance de l'entreprise à des éléments de natures externes hors de contrôle de la direction. Celui-ci désirera se positionner dans des situations où ces difficultés externes se stabilisent graduellement tel que caractérisé dans la phase centrale ou même se dissipent tel que c'est le cas lors de la phase de poursuite.

Autres éléments de considération

Plusieurs autres éléments ont également été observés que ce soit l'instauration d'un programme de rachat d'actions, de modification à la politique de dividende, de l'ajout ou du retrait à un indice boursier, d'un fractionnement ou d'une consolidation d'actions ou autres.

Phase préliminaire

Plusieurs autres changements prennent place durant la phase préliminaire. L'auteur observe une consolidation et un fractionnement d'actions et un changement de nom. Une compagnie établit un nouveau programme de dividende régulier alors que trois compagnies procèdent à, ou annonce, un programme de rachat d'actions. Un énorme placement privé et une entente majeure voir transformateur d'achat d'actions par un fonds d'investissement sur une durée de trois ans prennent également place en phase

préliminaire. Finalement, une compagnie se retire d'elle-même de la bourse américaine NYSE jugeant que son inscription aux marchés canadiens offre suffisamment de liquidité pour ses actions.

	<i>Phase de contexte</i>	NTRI	PRE.TO	ITP.TO	GIL.TO	AC.TO	IQNT	ANI	ATD.TO	DPZ	JAZZ	DECK	CCT	CONN	CSIQ
Autres	Fractionn. ou consolidation		•						•						
	Changem. indice ou symbole	•	•	•											
	Instaure rachat d'actions			•	•		•			•					
	Instaure dividende ou div. spécial				•		•								
	Autres	•				••		••			•				

Parmi les éléments causant le plus de réaction négative sur le prix des actions, l'auteur retrouve l'annonce d'émissions prononcées d'actions afin de régler ses obligations financières et poursuivre ses activités opérationnelles. La vente majeure d'actions d'une compagnie par l'actionnaire majoritaire marque également le début de la dégringolade du titre. Le versement d'un dividende spécial majeur a une incidence instantanée à la baisse sur le prix d'une action. Un programme de rachat d'action est annoncé en période de baisse ainsi qu'un changement de symbole boursier et un changement d'indice boursier. La direction d'une compagnie annonce la prise accélérée des actions qui lui ont été émises. Une autre reçoit un avis de non-conformité de la bourse (prix de l'action trop bas) pour ensuite retrouver une conformité quelques semaines plus tard.

Phase centrale

Huit compagnies communiquent des changements en liens avec ces autres éléments de considération. Des émissions majeures d'actions et de droits de souscription pour deux compagnies à l'étude affectant très négativement le prix des actions à court terme, et ce avant le point creux de renversement. D'autres éléments présents avant le point creux, mais qui semblent contribuer à la stabilisation, sont les deux annonces de programmes de rachats d'actions et le rappel que le chef de la direction possède 35 % des actions.

	<i>Phase centrale</i>	AC.TO	ANI	ATD.TO	DPZ	PRE.TO	CONN	CSIQ	IQNT	NTRI	DECK	CCT	JAZZ	ITP.TO	GIL.TO
Autres	Fractionn. ou consolidation		•												
	Changem. indice ou symbole					•									
	Instaure rachat d'actions	•		•											
	Instaure dividende ou div. spécial														
	Autres	•	•		•		•	•	•						

Parmi les éléments prenant place à la suite du point creux de renversement, l'auteur note la mise en place d'un nouveau régime de protection des actionnaires, l'entrée en jeu d'un investisseur activiste ainsi qu'une entente avec un fonds d'investissement lui permettant d'acheter un nombre supérieur d'actions prescrit par la loi. Finalement, la consolidation d'actions et le changement de bourse prennent également place à la suite du point creux. Un changement de bourse permet de rejoindre un plus grand nombre d'investisseurs.

Phase de poursuite

	<i>Phase de poursuite</i>	PRE.TO	IQNT	ATD.TO	DPZ	JAZZ	AC.TO	CSIQ	NTRI	CCT	GILTO	ANI	DECK	ITP.TO	CONN
Autres	Fractionn. ou consolidation														
	Changem. indice ou symbole	••					•		•	•					
	Instaure rachat d'actions				•										
	Instaure dividende ou div. spécial		••												
	Autres	••	••	••	•	••	•	••			•	•			

La phase de poursuite témoigne d'un nouveau programme de rachat d'actions, une hausse importante du dividende trimestrielle, une déclaration d'un dividende spécial et l'instauration d'un programme de dividende régulier. Également, des compagnies ont procédé à des financements majeurs par action dans un but de paiement de dette ou de gonflement des niveaux d'encaisse. Finalement une compagnie fait son entrée sur la bourse Nasdaq et est intégrée à l'indice, alors qu'une autre est intégrée à l'indice boursier S&P/TSX. Deux compagnies vivent des ventes majeures d'actionnaires principaux alors qu'une autre procède à la baisse du prix de conversion de certaines options d'achat en circulation.

Compréhension du phénomène

La majorité des autres éléments observés aux différentes périodes et ne possèdent pas de liens évidents avec les différentes étapes du renversement extrême. Seules les annonces de programmes de rachats d'actions sont concentrées avant le point de renversement. Ces programmes de rachats peuvent être annoncés avant le période de baisse, pendant ou alors durant la période de stabilisation. Parmi les six annonces de rachat d'actions, cinq ont lieu avant le point de renversement. Le reste des éléments d'actionnariat à l'étude démontre une relation moins claire entre leur avènement et les

étapes du renversement extrême. Par exemple, bien que certaines fortes émissions d'actions aient contribué à la baisse du prix de certaines actions, des émissions majeures d'actions ont également été observées en période de hausses soutenues. Alors que les rachats d'actions témoignent de la confiance de la direction qu'il s'agisse d'une bonne utilisation du capital à ces niveaux de prix, la différence de perception concernant les émissions d'actions semble provenir de la santé ou non de l'entreprise en question. En effet, de façon générale, si les émissions sont faites afin de « survivre un autre jour », alors elles seront perçues négativement. Par contre, si celles-ci sont faites afin d'offrir une plus grande flexibilité financière à une entreprise profitable en santé, alors elles seront perçues positivement. Cette relation est également vraie pour les ventes majeures d'actionnaires principaux. Quant aux autres éléments tels que les changements de noms ou de symboles, d'indices boursiers ou de consolidation ou fractionnement d'actions, ceux-ci démontrent très peu d'influence sur le prix des actions. L'établissement de programmes de dividendes ou de versement de dividendes spéciaux ou réguliers n'a également pas un rôle clair dans la concrétisation du phénomène de renversement extrême.

Implications pour l'investisseur

Parmi ces autres éléments, seules les annonces de programmes de rachat d'action semblent avoir une influence sur la stabilisation et le revirement des résultats, démontrant la confiance de la direction dans la force et pérennité de l'entreprise. Bien que les rachats d'actions aient été annoncés chez une minorité des entreprises, soit cinq sur quatorze, presque l'entièreté des programmes a été annoncée avant même le point de renversement. L'investisseur aguerri cherchera donc à identifier des entreprises ayant annoncé au cours des derniers trimestres des programmes de rachat d'actions.

Retour sur la compréhension du phénomène de renversement extrême et sa théorisation

L'auteur constate que le phénomène de renversement extrême prend place chez une combinaison sans équivoque : celle d'une entreprise performante en situation d'incertitude. En effet, le phénomène prend place chez des entreprises performantes atteignant pour la majorité une série de résultats records et qui entament une période de résultats adverses qui, en soit, mène à une diminution du prix des actions et à une augmentation des niveaux d'incertitude. La poursuite de ces éléments adverses, combinée à la présence d'annonces à caractère incertain et la tendance du marché à focaliser son attention sur un nombre limité d'éléments, pousse l'incertitude à un niveau élevé et le prix à une décente extrême. La résorption des éléments adverses, combinée au caractère performant des entreprises force le marché à tourner à nouveau son attention vers les éléments favorables et s'en suit une diminution du niveau de la prime de risque et une augmentation explosive du prix de l'action. Plus l'entreprise sera performante en termes de croissance élevée soutenue et plus la phase de poursuite sera prononcée.

L'étude de la concordance entre l'évolution du prix des actions et des résultats financiers clés illustre le piètre caractère anticipateur du marché dans ce genre de renversement. En effet, celle-ci montre que le revirement du prix de l'action suite à sa descente extrême ne précède généralement pas celui des résultats exposant des niveaux de croissance positifs ou très élevés, des marges stables, en expansion ou en amélioration suite à une détérioration, ainsi que des niveaux de rentabilités croissants. Cette observation suggère le caractère sceptique ou hésitant du marché face à l'amélioration récente des résultats. L'augmentation du niveau d'incertitude et de la prime de risque qui y est accordée, ainsi que les difficultés d'évaluation en période de descente du prix de l'action sont également observables dans l'analyse des multiples d'évaluation qui subissent une nette contraction lors de la phase centrale du renversement extrême. La reprise rapide du prix de l'action

vers l'évolution des résultats ainsi qu'une expansion significative des multiples démontre un retour vers un plus haut niveau de certitude envers la soutenance des résultats futurs.

Bien que l'analyse de concordance quantitative permette d'observer les variations des résultats financiers et celles de la prime d'incertitude, l'analyse des communiqués de presse permet d'identifier les causes. Cette seconde partie de l'analyse permet de constater dans un premier temps la présence accrue de résultats records de croissance, volumes et profits au sein des compagnies à l'étude, et ce, à travers chacune des phases de renversement. L'émergence soudaine ou graduelle de signes de ralentissement de la croissance et/ou de la détérioration des marges dues à un nombre limité d'éléments adverses internes ou externes qui perdurent, combinée avec des événements de nature transformatrice, des changements de haute direction ou l'implantation de mesures de rationalisation, cause une augmentation du niveau d'incertitude et une difficulté accrue dans l'estimation des résultats futurs. La descente prononcée du prix de l'action se déroule dans une période de messages conflictuels et semble alors davantage causée par l'augmentation du niveau d'incertitude que la dégradation réelle, bien que présente, des résultats. L'atteinte de résultats supérieurs aux attentes et la montée des anticipations, combiné avec la poursuite de résultats records, la résorption graduelle des éléments de dégradation et d'incertitude, l'amélioration des résultats financiers et l'avènement d'événements transformateurs positifs, des rachats d'actions, ainsi que des commentaires constructifs de la direction face aux mesures prises mèneront à une stabilisation et un renversement du prix de l'action. Alors que l'incertitude se résorbe, et l'amélioration des résultats se reprend, se poursuit ou s'accélère, le prix de l'action entame une montée vertigineuse. La réduction de la prime d'incertitude qui en résulte, combinée avec une croissance prononcée des résultats, causera le renversement extrême. La poursuite de l'amélioration importante des résultats et l'augmentation significative de la fréquence d'atteinte de résultats supérieurs aux anticipations de la direction ainsi que des hausses successives des celles-ci, regagnent l'engouement et la confiance du marché qui propulse le prix des actions à des niveaux vertigineux.

L'étude de la concordance entre le revirement du prix des actions et celui des résultats financiers, combinés avec celle de la superposition des éléments et événements identifiés dans les communiqués de presse, permet de conclure que l'investisseur aguerri doit faire preuve de patience face à la résorption des éléments adverses et le revirement des résultats. Il doit non seulement tenter de se positionner près du point de renversement, mais surtout au cours de la montée spectaculaire lorsque les niveaux d'incertitude du marché diminuent graduellement. L'investisseur aguerri cherchant à exploiter le phénomène de renversement extrême aura considérablement plus de succès équipé de l'outil d'analyse suggéré dans la présente recherche.

[Retour sur les implications pour l'investisseur aguerri et suggestion d'un cadre d'analyse](#)

Tout au long de la présente recherche, le lecteur fut en mesure de constater les différentes implications des observations faites afin de faciliter l'identification et la prise de décision d'investissement pour l'investisseur aguerri. Il est important de souligner que la possibilité de rendements exceptionnels ne réside pas uniquement dans la capacité pour l'investisseur de se positionner à la veille du point de renversement, mais également lors de la phase de poursuite qui produit en soi la majorité du rendement extraordinaire.

Le tableau ici-bas résume les différentes implications pour l'investisseur et peut être utilisé en tant qu'aide à la décision d'investissement. Lors de son analyse de cas, l'investisseur cherchera à identifier des situations où le plus d'affirmations présentées sont répondues à l'affirmative. Bien qu'il ne soit pas garant de succès, il permet de rappeler les éléments importants à identifier et exploiter des situations prometteuses.

**Tableau récapitulatif d'aide à la prise de décision en vue d'un investissement à travers
le phénomène de renversement extrême**

ANALYSE DES DONNÉES FINANCIÈRES	
Évolution des résultats vis-à-vis le prix de l'action	
Le type de concordance potentiel a été identifié (l'anticipation juste ; la correspondance immédiate, le marché s'emporte et doit se réajuster ; les retardataires).	Oui/Non
Mesures de croissance des ventes	
Expose une combinaison d'au moins deux des facteurs suivants : fort niveau de croissance, niveau de croissance positif, volatilité dans les niveaux de croissance.	Oui/Non
Mesures de profitabilité	
Démontre une stabilité, croissance ou reprise à la suite d'une détérioration des marges.	Oui/Non
Mesures de rentabilité	
Réalise une amélioration des niveaux de rentabilité au cours des deux derniers trimestres.	Oui/Non
Multiples financiers	
Les principaux multiples d'évaluation sur une base des quatre trimestres futurs, lorsque non négatifs, connaissent une compression significative vis-à-vis leurs niveaux historiques.	Oui/Non
ANALYSE DES COMMUNIQUÉS DE PRESSE	
Évolution des résultats financiers	
Démontre une séquence de résultats records.	Oui/Non
Les éléments attribuables à la détérioration des résultats se stabilisent ou se résorbent.	Oui/Non
Démontre une amélioration de croissance des ventes et des marges de profits.	Oui/Non
Événements transformateurs	
Un ou des événements transformateurs prennent place au cours des derniers trimestres.	Oui/Non
Changements de haute direction	
Réalise des changements de haute direction au cours des derniers trimestres.	Oui/Non
Atteinte et/ou modification des anticipations	
Affiche des résultats supérieurs aux anticipations précédemment mentionnées.	Oui/Non
Procède à l'augmentation des anticipations ou anticipe des résultats en amélioration.	Oui/Non
Stratégies et mesures prises	
Des mesures de rationalisation sont identifiées et prises dans le but de résorber les éléments causant une pression négative sur les résultats.	Oui/Non
Des mesures stratégiques sont identifiées et prises dans le but de propulser l'entreprise vers de nouveaux sommets opérationnels.	Oui/Non
Éléments de nature externe	
Si applicables, les éléments de nature externe blâmés comme étant responsables de la mauvaise performance financière se résorbent ou se sont résorbés.	Oui/Non
Autres éléments	
Annonce au cours des derniers trimestres un nouveau programme de rachat d'actions.	Oui/Non
TOTAL # OUI	

Discussion

La présente recherche permet de répondre à son objectif principal d'acquérir une meilleure compréhension du phénomène de renversement extrême par la suggestion d'un cadre d'analyse par catégorie qui permet d'exposer les similitudes entre les différents cas, et de permettre son exploitation par la construction d'un outil d'aide à la décision pour l'investisseur aguerri. La présente section expose la vision de l'auteur face à l'apport de cette recherche à la littérature, à ses principales faiblesses et suggère des éléments de pistes additionnelles qui permettrait d'élaborer sur le sujet exploré ici.

Apport à la littérature

L'auteur considère que le présent mémoire permet dans un premier temps de fournir des idées et des thèmes de base qui permettent d'explorer plus en profondeur ce phénomène bien précis qu'est le phénomène de renversement extrême. Cette exploration permet non seulement d'en comprendre les raisons et les effets, mais également pourrait mener au développement de modèles spécifiques ou de stratégies d'investissement qui exploiteraient ce phénomène. La présente recherche exploratoire a également permis la construction d'un outil d'aide à la décision pour un investisseur aguerri qui désire identifier et exploiter le phénomène par une gestion active d'investissement. Bien que cet outil ait été conçu à l'aide de cas ayant vécu le renversement extrême, il est également envisageable de l'utiliser pour des cas de renversement qui ne seraient pas nécessairement extrêmes, mais qui offrirait des opportunités de rendements importants.

Par le choix méthodologique de l'approche MTE, la présente recherche bâtit sur des observations empiriques et offre un cadre d'analyse théorique par la suggestion de catégories clés. Elle expose les éléments qui semblent impacter le plus le sentiment des investisseurs et le prix des actions et soulève plusieurs éléments de réflexions et d'implications pour les investisseurs. Cette recherche s'inspire également de la méthodologie suggérée par Shiller (1981) qui compare l'évolution du prix des actions avec

les changements subséquents des dividendes et revisite son application à travers d'autres caractéristiques financières indicatrices de la valeur intrinsèque. Finalement, la présente recherche développe une application créative par l'utilisation d'une approche exploratoire et qualitative dans le domaine de la finance qui est généralement étudié davantage quantitativement et à l'aide de méthodes hypothético-déductives.

Points faibles

Bien que l'auteur de ce mémoire puisse avoir fait preuve de rigueur dans l'application de la MTE, la nature de cette approche laisse place à plus de subjectivité qu'une approche plus traditionnelle ou scientifique. En effet, les observations et les conclusions soulevées dans la présente recherche font suite à de nombreuses interprétations de l'auteur. Il est donc envisageable qu'un autre chercheur puisse en arriver à des résultats différents, et ce, avec les mêmes données initiales. Il est également possible que certaines conclusions tirées aient été faites de façon hâtive. Une seconde critique est le résultat de la grande quantité d'information explorée. En effet, étant donné que la recherche couvre plusieurs éléments à la fois et tente d'en interpréter un sens global, celle-ci expose principalement des observations en surface. Plusieurs subtilités à travers chacune des catégories étudiées restent à explorer. De plus, trois compagnies sur quatorze réalisent leur point creux entre juin 2008 et juin 2009 ce qui vient probablement polluer certains des résultats.

La principale critique repose sur le fait que la présente recherche traite uniquement d'un certain nombre de cas qui ont vécu le reversement extrême. En effet, étant donné qu'elle n'explore pas des cas ayant vécu une descente importante n'ayant pas effectué de renversement, il est possible qu'un bon nombre d'éléments observés ici soient également présents chez ces compagnies. Une analyse comparative aurait permis de tirer des conclusions plus précises afin d'être en mesure de mieux distinguer les cas qui *rebondissent* de ceux qui ne le font pas. Également, cette recherche accorde excessivement d'importance aux informations véhiculées dans les communiqués de

presse. Par contre, bien qu'ils exposent des informations véridiques et légalement adéquates, la direction des entreprises peut avoir tendance à partager les éléments les plus favorables et à omettre de mentionner les éléments qui le sont moins. Finalement, la présente recherche met beaucoup d'emphasis sur une étude qualitative des éléments en jeu et gagnerait en profondeur et en objectivité si plus d'outils d'analyse quantitative étaient exploités.

Autres pistes de solution

Une multitude de pistes additionnelles s'offrent au chercheur qui désire explorer le phénomène de renversement extrême plus en profondeur. Une première alternative serait de raffiner les choix de l'échantillon par la sélection de compagnies à profitabilité nette positives et ayant un niveau limité de levier financier. La sélection de compagnies à plus grande capitalisation boursière pourrait également être intéressante pour les investisseurs ayant de plus grands besoins de liquidité de volumes. Ce choix plus raffiné permettrait de retirer des éléments considérables de risques liés à la pérennité de l'entreprise et à sa taille limitée. Le chercheur serait en mesure de constater si le phénomène de renversement extrême est toujours présent et de quelle façon est-il possible de l'exploiter dans un cadre moins risqué.

Une seconde alternative est celle qui adresse le caractère à sens unique de la présente recherche soit le fait qu'elle se concentre uniquement sur les cas ayant effectuée un renversement suite à une descente extrême, mais n'adresse pas ceux qui n'ont pas effectué un renversement suite à une décente similaire. Un chercheur pourrait donc aborder le sujet du renversement par une méthode comparative de recherche de différences entre les compagnies ayant des caractéristiques similaires, mais qui n'ont pas effectué le renversement, et celles qui l'ont effectué. Le chercheur pourrait même pousser son analyse en utilisant l'outil d'aide à la décision présentée dans la présente recherche et identifier des compagnies ayant ces caractéristiques, mais qui encore une fois n'aurait pas effectué de renversement extrême. Cette analyse permettrait également

une meilleure validation de l'outil présenté ici. Troisièmement, étant donné les conclusions de la présente recherche qui suggère une variation importante de la prime de risque d'incertitude, il serait pertinent d'évaluer si c'est bien le cas. En effet, il semble que pour la majorité des cas la variation de la prime de risque est un amplificateur important des mouvements de prix de l'action et que ceux-ci ne soient moins causés par les variations de résultats que par la prime de risque qui évolue. Est-ce bien le cas? Certains chercheurs seraient également en mesure de réaliser une étude similaire, mais pour des cas qui ont connus une descente vertigineuse de leur prix de l'action suite à une montée spectaculaire. En effet, ceux-ci pourraient étudier le phénomène inverse dans un but également de fournir des idées et des bases qui permettrait de combiner deux approches. Cette combinaison pourrait éventuellement en venir au développement d'une approche d'investissement à risque neutre.

Finalement, d'autres avenues de recherche pourraient consister à choisir une seule des catégories suggérées dans le présent mémoire et explorer ses effets en profondeur, investiguer sur l'effet des changements de recommandations des analystes et sur les nouvelles publiées dans les médias concernant les compagnies, évaluer des éléments de nature technique telle que l'effet *momentum*, explorer plus en profondeur les biais psychologiques potentiellement en cause et évaluer davantage la situation compétitive et sociale des entreprises en cause. Somme toute, la présente recherche ouvre la porte sur une multitude d'avenues d'explorations supplémentaires.

Conclusion

Suite à l'observation empirique d'un phénomène de renversement extrême présent dans les marchés boursiers susceptible de réaliser d'importants rendements positifs anormaux, le présent mémoire s'est attardé à la compréhension générale de ce phénomène ainsi qu'à son exploitation potentielle basée sur l'identification des éléments communs sous sept catégories d'analyse à travers trois phases distinctes. En ce sens, et conséquemment en celui de réponse à l'objectif de recherche d'acquérir une meilleure compréhension du phénomène et faciliter son exploitation, les principales conclusions tirées ici sont faites sous deux volets : celui de la compréhension du phénomène et celui des implications pour les investisseurs.

Le phénomène de renversement extrême prend forme grâce à une combinaison entre l'évolution de la performance financière des entreprises et l'évolution du niveau d'incertitude. En effet, bien que la baisse reflète un ralentissement ou une dégradation des résultats, celle-ci est amplifiée par une augmentation des niveaux d'incertitude. De la même façon, bien que le revirement et la montée du prix des actions soient soutenus par une amélioration des résultats, une diminution des niveaux d'incertitude amplifie la montée. Alors que le phénomène prend contexte majoritairement chez des compagnies en position de force telle qu'en témoigne la grande présence de résultats records, l'augmentation des niveaux d'incertitude en période de baisse est causée par la poursuite d'éléments adverses internes ou externes identifiés par la direction, la présence d'événements transformateurs augmentant les difficultés d'évaluation, de nombreux changements de haute direction, l'implantation de mesures de rationalisation ainsi que l'atteinte de résultats sous les attentes de la direction et des diminutions de celles-ci. À l'inverse, la stabilisation et le revirement des résultats, la poursuite ou la reprise de résultats records, la résorption des éléments responsables de la dégradation des résultats, une diminution de la présence d'événements transformateurs, une diminution des changements dans la haute direction, l'adoption de mesures expansionnistes favorables ainsi qu'une succession de résultats supérieurs aux attentes et de hausse des

niveaux d'anticipations réduisent considérablement les niveaux d'incertitude. L'évolution des niveaux de multiples d'évaluation permet de constater une nette compression des multiples en phase de baisse suivie d'une forte expansion en phase de hausse et peut servir de représentation aux variations des niveaux de certitude. Les compagnies démontrant des résultats soutenus de croissance élevée des niveaux de revenus et de profitabilité subissent des montées particulièrement importantes.

Au niveau des implications pour les investisseurs, le tableau d'outil à l'identification et de prise de décision présenté dans ce mémoire est un élément clé qui permet de faciliter l'exploitation du phénomène, car il expose au même endroit, sous 16 éléments observables, les principales conclusions tirées face aux implications pour les investisseurs. L'analyse des résultats financiers ainsi que des catégories principales aura permis d'identifier les éléments qui doivent être reconnus par l'investisseur avant l'achat des titres. L'auteur juge important de souligner que l'opportunité pour l'investisseur aguerri ne réside pas seulement dans sa capacité à identifier le point exact du creux. En effet, l'analyse du phénomène de concordance entre le prix et la valeur a permis de constater le piètre caractère anticipateur du marché dans ces situations d'incertitude. De façon générale, l'investisseur aguerri peut donc faire preuve de patience face au revirement des résultats, car le marché cherche à observer une série de trimestres positifs avant de procéder au revirement décisif du prix des actions. De plus, étant donné l'ampleur de la montée du prix suite au point creux, l'investisseur est en mesure de se positionner bien au-delà de ce point et de réaliser tout de même des rendements spectaculaires.

L'auteur de ce mémoire fait appel à ses collègues chercheurs afin de raffiner l'exploitation de ce phénomène par l'identification d'un échantillon strictement constitué de compagnies en croissance, à profitabilité positive et qui ne possède aucune dette. Une telle étude permettrait de réduire le risque perçu d'une telle approche. La possibilité de réalisation de rendements de plusieurs centaines de pour cent sur une courte période, et ce, avec un risque d'entreprise réduit, en est certainement l'une des plus alléchantes.

Bibliographie

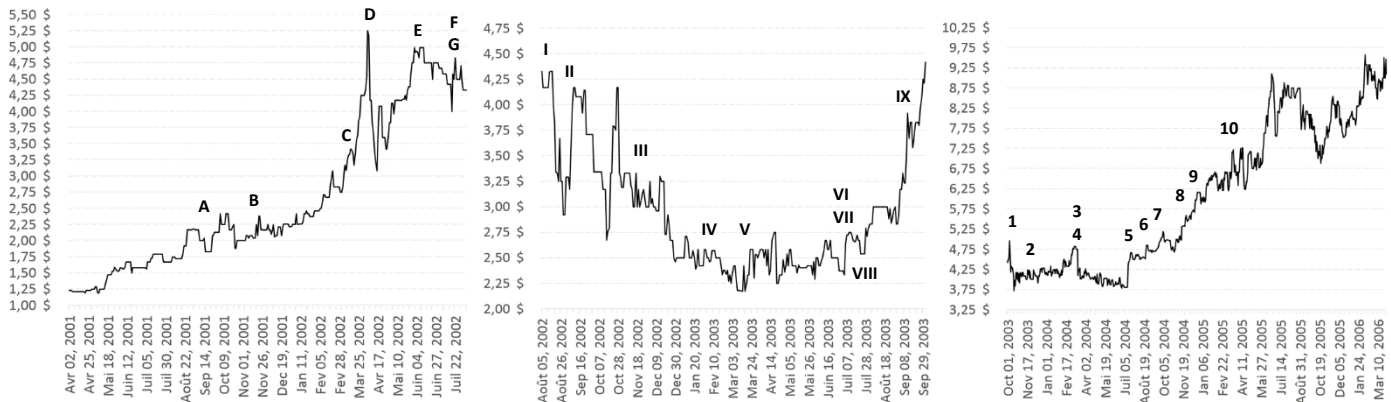
- Barberis, N., Shleifer, A. et Vishny, R. (1998). A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49, (3), 307-343.
- Barber, B. et Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The Journal of Finance*, 116, 261-292.
- Barnes, J. (2011). Prem Watsa, CFA, explains his value-investing approach and the power of patience. *CFA magazine*, 22, (5.8), p.34.
- Berkshire Hathaway. 1987 Letter to shareholders. Site télé-accessible à <<http://www.berkshirehathaway.com/letters/1987.html>>. Consulté le 27 mai 2018.
- Berkshire Hathaway. 1988 Letter to shareholders. Site télé-accessible à <<http://www.berkshirehathaway.com/letters/1988.html>>. Consulté le 27 mai 2018.
- Berkshire Hathaway. 1993 Letter to shareholders. Site télé-accessible à <<http://www.berkshirehathaway.com/letters/1993.html>>. Consulté le 27 mai 2018.
- Bourgeois, L. et Eisenhardt, K. (1988) Strategic decision processes in high velocity environments: Four cases in the microcomputer industry. *Management Science*, 34, 816-835.
- Buffett, W. E. (1984). *The Superinvestors of Graham and Doddsville*. New York: Hermes.
- CNN Money. Letter to Time Warner Shareholders (October 2005). Site télé-accessible à <http://money.cnn.com/2005/10/11/news/fortune500/icahn_letter/index.htm>. Consulté le 27 mai 2018.
- De Bondt, Werner F. M. et Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *Journal of Finance*, 40, 793-805.
- Eisenhardt, K. (1989). Building Theories from Case Study Research. *The Academy of Management Review*, 14, 532-550.
- Fama, F. F. et French, K.R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47, 2, 427-465.

- Franklin Templeton. *Investment, Insights and inspiration: Words of wisdom from Sir John Templeton*. Site télé-accessible à <<https://www.franklintempleton.ca/downloads/Servlet?docid=ht1onizg>>. Consulté le 27 mai 2018.
- Glaser, B. et Strauss, A.L. (1967). *The Discovery of Grounded Theory*. Chicago : Aldine.
- Graham, B. et Zweig, J. (2006). *The Intelligent Investor : a book of practical counsel, revised edition*. New York : First Collins Business Essentials (1^{re} éd. 1949).
- Grossman, S. J. et Stiglitz, J. E. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*, 70, 383-408.
- Harris, S., et Sutton, R. (1986). Functions of parting ceremonies in dying organizations. *Academy of Management Journal*, 29, 5-30.
- Hirschey, M. (2003). Extreme Return Reversal in the Stock Market. *Journal of Portfolio Management*, 29, p. 78-90.
- Hirschleifer, D. (2001). Investor Psychology and Asset Pricing. *The Journal of Finance*, 56, 4, p. 1533-1597.
- Jensen, M. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945-1964. *The Journal of Finance*, 23, 349-416.
- Kahneman, D. et Riepe, M. W. (1998). Aspects of Investor Psychology. *The Journal of Portfolio Management*, 24, 4, p.52-65.
- Kahneman, D. (2011). *Thinking, Fast and Slow*. Toronto: Anchor Canada.
- Klarman, S. A. (1991). *Margin of Safety: Risk-averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor*. New York : HarperBusiness.
- Lakonishok, J., Shleifer, A. et Vishny, R. W. (1994). Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk. *The Journal of Finance*, 34, 1541-1578.
- Legg Mason Value Trust. 2006 *Letter to shareholders*. Site télé-accessible à <<http://ir.leggmason.com/File/Index?KeyFile=3328501>>. Consulté le 27 mai 2018.
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets on the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47, 13-37.
- Luckerhoff, J. et Guillemette, F. (2012). *Méthodologie de la théorisation enracinée. Fondements, procédures et usages*. Québec : Presses de l'Université du Québec.

- Mintzberg, H. (1979). An emerging strategy of direct research. *Administrative Science Quarterly*, 24, 580-589.
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, 34, 4, 768-783.
- Pettigrew, A. (1990). Longitudinal field research on change: Theory and practice. *Organization Science*, 1, 3, 267-292.
- Schiffres, M. (2001). Against the Grain: Profit by buying out-of-favor stocks. *Kiplinger's Personal Finance Magazine*, 55, (6), p. 47.
- Sharp, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19, 3, 425-442.
- Sharpe, W.F. (1966). Mutual fund performance. *The Journal of Business*, 39, 119-138.
- Shiller, R. J. (1981). Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends? *The American Economic Review*, 71, 421-436.
- Yale University (2008). *Financial Markets (ECON 252) : Guest Lecture by Carl Icahn*. Site télé-accessible à <https://www.youtube.com/watch?v=HlfgQ4_7EYA>. Consulté le 27 mai 2018.

ANNEXE A : Superposition des éléments soulevés dans les communiqués de presse sur les graphiques de prix des actions.

Alimentation Couche-Tard (ATD-A)

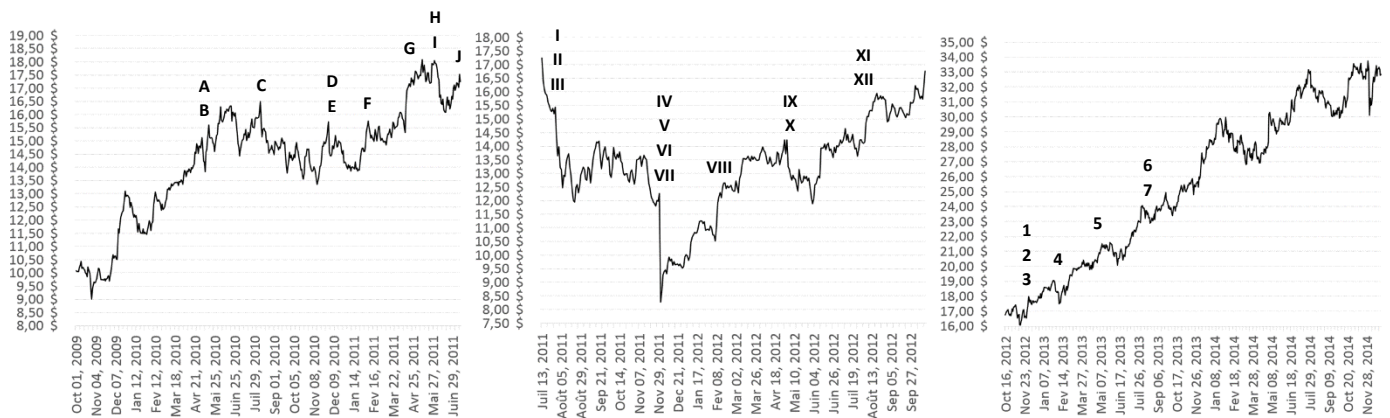


Phase de contexte : **A.** Annonce de résultats records en forte croissance. La direction mentionne que l'exercice en cours est de loin le plus rentable et porteur de croissance de son histoire. **B.** La croissance des résultats record s'accroît vis-à-vis le trimestre précédent causé par la pleine intégration de l'acquisition Big Foot et la croissance organique. La direction se dit confiante de réaliser une solide croissance et procède à l'acquisition d'un petit réseau de magasins (6 portant le total aux É-U à 227). **C.** Poursuite de résultats records trimestriels en très forte croissance. Les mesures de différenciation et expansion par acquisition d'un petit réseau de magasins (12). **D.** Procède à une émission d'actions pour un montant de 27,5M\$. **E.** Annonce de l'acquisition transformative de Dairy Mart (450 magasins aux É-U). **F.** La compagnie affiche un exercice annuel "exceptionnel" et records avec des BPA annuels en croissance de plus de 100% et poursuit son expansion par l'acquisition d'un petit réseau de magasins (16). **G.** Fractionnement d'actions 2 pour 1.

Phase centrale : **I.** La stratégie d'expansion aux États-Unis va de l'avant avec l'approbation de l'acquisition Dairy Mart. **II.** La compagnie observe un ralentissement de la croissance organique, mais qui demeure cependant élevée (7%). La croissance des ventes comparables est cependant nettement plus basse que précédemment. Les gains de productivité et de contrôle des dépenses mènent à une hausse de la marge brute. La compagnie annonce son objectif de 1 000 magasins aux États-Unis. **III.** La direction qualifie les résultats trimestriels d'excellent alors que le niveau de croissance organique rebondit à plus de 10%. La direction se dit satisfaite de l'intégration de Dairy Mart alors que les actifs totaux franchissent 1G\$ pour la 1ère fois de l'histoire de la compagnie. **IV.** Annonce d'un programme de rachat d'actions pour 5% des actions en circulation alors que la direction considère que les actions de la compagnie représentent un investissement approprié et soutenable. **V.** Dairy Mart est responsable de la majorité de la croissance et son intégration est plus rapide que prévu. La compagnie annonce élargir l'acquisition de Dairy Mart en achetant 20% plus de magasins. **VI.** La compagnie annonce des résultats annuels records avec ce qu'elle qualifie d'excellents niveaux de croissance. La croissance organique demeure à des niveaux élevés (9%) alors que la direction se dit confiante de réaliser une "solide croissance" pour l'exercice en cours. **VII.** La compagnie implante de nouvelles technologies pour aider la gestion des produits, s'attarde au déploiement d'un nouveau concept de différenciation et augmente son offre de restauration rapide. **VIII.** Poursuite de la stratégie d'acquisition de petits et moyens réseaux. **IX.** Tandis que la compagnie réalise les meilleurs résultats trimestriels de son histoire, mais que la croissance des ventes comparables nettement plus basse, elle annonce l'acquisition du droit de maître franchisé Dunkin' Donuts au Québec.

Phase de poursuite : **1.** Annonce de l'acquisition très transformative de Circle K pour 1,12G\$US qui sera financé par un emprunt de 1,2G\$ et un placement privé de 225M\$. Suite à l'acquisition, la compagnie deviendra la 4e plus grande chaîne en Amérique du nord (total de 4 630 magasins) et anticipe une croissance de 50% du nombre de magasins. **2.** La direction se dit encouragée par d'excellents résultats trimestriels et confie de réaliser une forte croissance avec Circle K qui génèrera des synergies estimées de l'ordre de 50M\$. Le déploiement des efforts stratégiques de passe comme prévu. **3.** La direction annonce une performance qu'elle qualifie de satisfaisante mais moins que précédemment malgré le rebond de la croissance des ventes comparables aux États-Unis. La direction se concentre sur la valorisation des sites et l'amélioration du mix de produit. **4.** L'intégration de Circle K se passe remarquablement bien et la direction décide d'optimiser la structure de l'acquisition en optant pour une transaction vente/location de 320 magasins acquis générant 330M\$CAD. Les liquidités produites seront appliquées au paiement de la dette. **5.** Annonce de résultats record en croissance explosive de ventes et BPA. La direction mentionne que la réalisation des synergies Circle K est plus rapide que prévue. Elle poursuit la stratégie de gestion décentralisée et de différenciation ainsi que l'introduction de nouveaux produits et de restauration rapide et procède à l'ouverture de nouveaux magasins et à la rationalisation du réseau. **6.** La compagnie montre une très faible croissance organique au Canada tandis que la croissance des ventes comparables aux États-Unis fait un rebond. Un mix favorable et des conditions d'approvisionnement avantageuses mènent à l'expansion de la marge brute. **7.** La compagnie poursuit ses stratégies habituelles de gestion décentralisée et de différenciation, d'introduction de nouveaux produits et de restauration rapide ainsi que d'ouverture de nouveaux magasins et de rationalisation du réseau. La poursuite de la stratégie d'acquisitions de petits réseaux de magasins est également en cours (22). **8.** Annonce de résultat record. Le mix favorable et les conditions d'approvisionnement avantageuses mènent à l'expansion de la marge brute alors que les synergies de l'acquisition de Circle K sont nettement supérieures à celles précédemment anticipées. **9.** La compagnie annonce la réorganisation de la structure organisationnelle d'opération nord-américaine et dit se concentrer sur ses efforts de décentralisation, qualité, service et différenciation. **10.** Annonce de résultats records en très forte croissance avec un BPA en hausse de 400%. Ventes de 2 050 000 actions par la haute direction.

Vêtements de sport Gildan (GIL.TO)

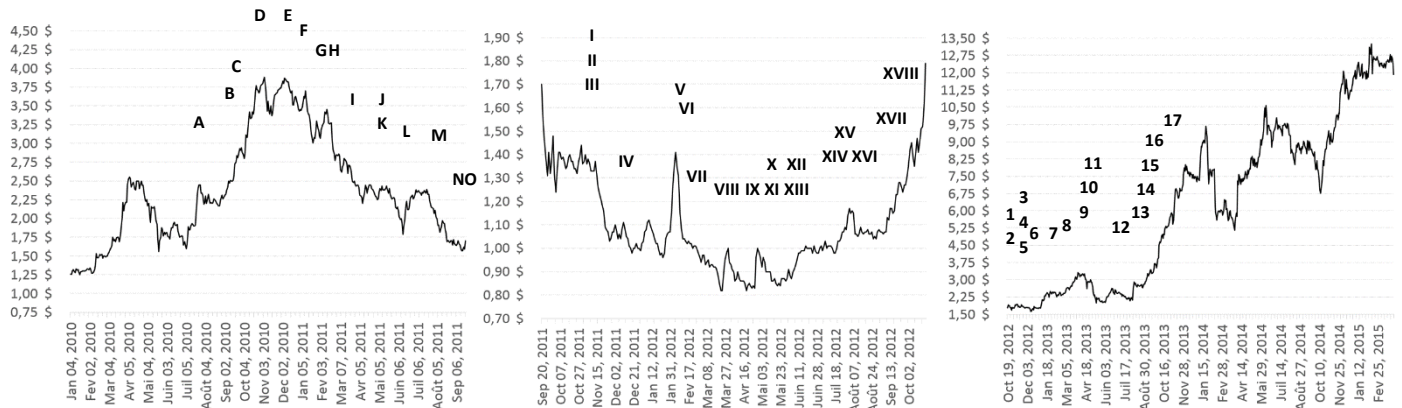


Phase de contexte : A. Annonce de résultats records de ventes et de profitabilité avec une forte expansion de la marge brute causée par un mix favorable ainsi que des coûts des intrants (coton et énergie) plus bas. B. La compagnie annonce une hausse des anticipations de revenus et des marges. C. La compagnie gagne des parts de marché malgré certaines inefficiences d'approvisionnement ne permettant pas de répondre adéquatement à la demande. La diminution du coût des intrants (coton et énergie) a une incidence favorable sur la profitabilité. D. Annonce de résultats records de ventes et bénéfices en forte croissance. La continuité des inefficiences d'approvisionnement ainsi qu'une hausse subite du prix du coton impacte considérablement les marges à la baisse. E. La compagnie annonce la nomination d'un nouveau membre au conseil d'administration, établit une politique de dividende et lance un programme de rachat d'actions. F. Annonce de résultats records de ventes et de bénéfices en forte croissance. La compagnie fait face à des inefficiences de fabrication et de distribution ce qui lui cause de perdre des parts de marché. Les marges sont en forte baisse en raison de la forte hausse rapide du prix du coton. G. Achat de Gold Toe Moretz pour 350M\$. H. Annonce de résultats records de ventes et de bénéfices. En raison de certaines inefficiences quant au démarrage des nouvelles installations, la compagnie ne parvient pas à satisfaire la demande. La hausse significative du prix du coton continue d'impacter les marges et la compagnie décide d'entrer dans des contrats financiers afin de fixer le coût. La compagnie cherche à augmenter ses prix de ventes dans le but de compenser la hausse des coûts. I. La compagnie annonce une hausse des anticipations de revenus et de bénéfices pour l'année en cours. J. Obtention d'une facilité de crédit de 800M\$.

Phase centrale : I. Annonce de résultats records de ventes en forte croissance et de bénéfices, mais légèrement sous les anticipations. La hausse des prix prise par l'industrie afin de faire face à la hausse des prix de coton ainsi que la faiblesse de la conjoncture économique et commerciale affecte considérablement les volumes vendus. II. La compagnie adopte une prudence dans l'élaboration de ses plans d'affaires, mais anticipe tout de même que les coûts du coton seront successivement moins élevés. III. Diminution des anticipations de revenus et maintien des anticipations de BPA. IV. La hausse significative du prix du coton amène pression sur marges. V. La compagnie annonce des résultats conformes aux attentes de la direction et regagne les parts de marché perdues plus tôt dans le trimestre. La hausse significative du prix du coton continue d'impacter les marges étant donné que cette hausse de coûts ne peut être entièrement passée aux clients. VI. La hausse des prix de vente ayant affecté les volumes vendus, la compagnie doit abaisser les niveaux de production et offrir des rabais promotionnels afin d'avoir un meilleur contrôle de ses inventaires. VII. Le prix du coton a récemment subi une forte baisse suite à sa forte hausse précédente. La compagnie annonce anticiper une perte au prochain trimestre, mais ensuite un rebond de profitabilité. VIII. La compagnie annonce des résultats conformes aux attentes alors que le déstockage des inventaires des clients ainsi que les rabais promotionnels impactent les marges. La compagnie subit un changement de mix important avec des ventes aux détaillants en hausse de +93% alors que les ventes des vêtements imprimés sont en baisse de -41%. IX. La compagnie note des efficacités de fabrication favorables alors que la profitabilité subit une incidence majeure de la hausse du prix du coton. X. Annonce l'acquisition de Anvil Holdings pour un montant de 88M\$. XI. Annonce de résultats conformes aux attentes de la direction avec des gains de parts de marché. Les gammes de produits sont favorables à la marge brute alors que certaines inefficiences de fabrication lors d'une transition d'usine affecte la profitabilité. XII. La compagnie confirme ses anticipations précédentes de ventes et BPA pour l'année en cours.

Phase de poursuite : 1. Annonce de résultats records de ventes et de profitabilité conformes aux attentes de la direction avec une forte expansion des marges brutes causée par la baisse du prix coton ainsi que par un mix favorable et une hausse des prix vêtements marques. L'inflation du coût de la main-d'œuvre, de l'énergie et autres intrants ainsi que la baisse des prix de vente pour le secteur des vêtements imprimés contrebalancent la hausse de profitabilité. 2. Annonce de nouveaux programmes de commercialisation auprès des détaillants, l'augmentation des publicités axées sur la marque et le renforcement de l'intégration verticale pour les opérations de filature. 3. Annonce une hausse de 20% du dividende. 4. Annonce de résultats records légèrement supérieurs aux attentes avec une forte expansion des marges brutes causée par la baisse du prix coton et des rabais promotionnels inférieurs aux prévisions. Cette profitabilité accrue est contrebalancée par la baisse du prix de vente pour les vêtements imprimés, des dommages aux installations causés par un ouragan et l'inflation du coût de main-d'œuvre, de l'énergie et autres intrants. 5. Annonce de résultats supérieurs aux attentes malgré les conditions de marché défavorables. La forte baisse du prix du coton continue de soutenir une forte expansion des marges brutes malgré la baisse prix de vente pour vêtements imprimés, les rabais accordés pour diminuer les inventaires des distributeurs et l'inflation du coût de la main-d'œuvre, de l'énergie et des autres intrants. 6. Annonce de résultats records pour un trimestre. Poursuite de la forte expansion de la marge brute soutenue par la baisse du prix du coton. La hausse de la profitabilité provient également de gains d'efficacité dans la chaîne d'approvisionnement et de fabrication et de plus basses charges financières malgré la baisse des prix de vente pour les vêtements imprimés. 7. La compagnie anticipe le paiement complet de la dette au cours des prochains mois permettant d'augmenter les dépenses d'investissement et d'acquisition et annonce de nouveaux programmes de partenariat dans la chaîne d'approvisionnement.

Air Canada (AC.TO)

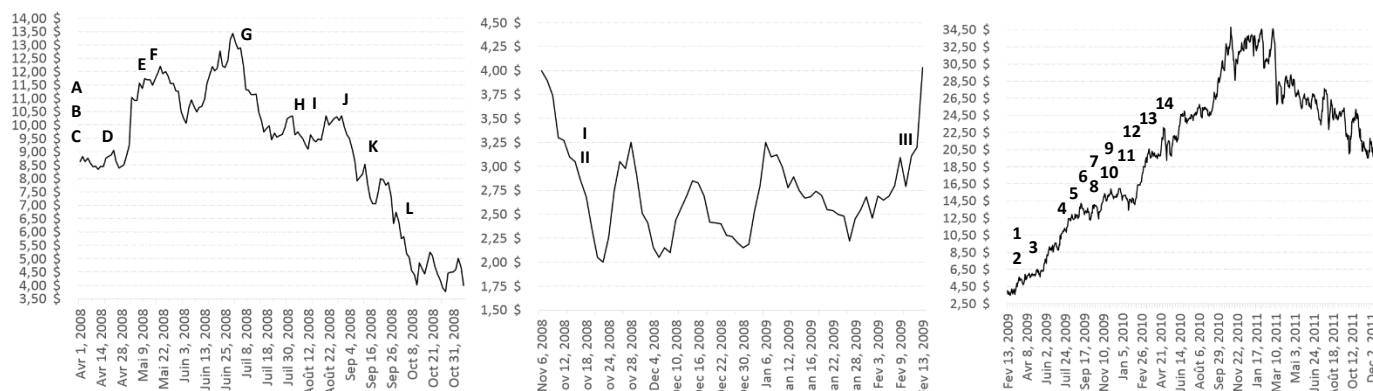


Phase de contexte : **A.** Annonce d'un placement privé de 600M\$ ainsi que des efforts d'élargissement du réseau international. **B.** Annonce d'un coefficient d'occupation record pour le mois d'août. **C.** Annonce d'un partenariat à long terme avec l'aéroport de Toronto. La compagnie réalise un coefficient d'occupation record pour septembre. **D.** La direction se dit réjouie d'annonce des résultats qu'elle qualifie d'excellents. La stratégie principale demeure de croître le réseau international. Les produits passage et la capacité sont en hausse soutenue. La compagnie réalise un coefficient d'occupation records pour octobre. **E.** ACE procède à la vente de 44M d'actions et détiendra alors 11%. **F.** Annonce d'un coefficient d'occupation records pour l'année qui vient de se terminer. **G.** Annonce de niveaux de profitabilité record. Les produits passage et la capacité demeurent en hausse soutenue et la compagnie note une hausse de 20% du niveau de mobilisation des employés. La compagnie rappelle qu'un programme majeur de transformation des coûts est en cours et que le processus de renouvellement des conventions collective débute. **H.** Réévaluation favorable des déficits de retraites qui passent de 2,7G\$ vs 2,1G\$. **I.** Annonce une révision à la baisse de la croissance anticipée de capacité. **J.** Malgré les produits passage et la capacité en hausse soutenue, la compagnie note une réduction importante du coefficient d'occupation pour le mois de mars. La direction note une poursuite de l'amélioration des résultats opérationnels, mais que de compenser la montée des prix du carburant est un défi de taille. **K.** Annonce une révision à la baisse de la croissance anticipée de capacité. **L.** Alors que la compagnie annonce la ratification de la convention collective de 3 800 travailleurs, les autorités réglementaires s'opposent à un partenariat avec United Continental. **M.** Alors que les produits passage et la capacité sont en hausse soutenue, que le programme majeur de transformation des coûts est en cours et que la dette ajustée est en baisse de -17%, la compagnie annonce que l'entente syndicale a été rejetée par l'Association de pilotes. **N.** La compagnie annonce que l'entente syndicale avec l'Association des régulateurs de vol a été rejetée et qu'un mandat de grève est à venir pour 6 800 agents de bords. **O.** Annonce d'une décision arbitraire pour la convention de 4 000 travailleurs ainsi qu'un accord préliminaire pour la convention des 6 800 agents de bord.

Phase centrale : **I.** La compagnie présente des résultats de produits passage en hausse de 7,9% et de capacité en hausse de 2,6%, ainsi que l'atteinte d'un coefficient d'occupation record pour un troisième trimestre. La cible de réduction de coûts annuels de 530M\$ est maintenant atteinte. **II.** Poursuite du désir d'exploiter pleinement la marque et le réseau mondial et de mettre l'accent sur les passagers et produits cabine à haut rapport. L'amélioration de la structure de coûts se poursuit et la compagnie cherche à combler le déficit de retraite. **III.** Alors que de nombreuses négociations d'ententes collectives sont toujours en cours, la compagnie annonce la décision arbitraire pour entente collective de 6 800 agents de bord. **IV.** Annonce d'un programme de rachat d'actions pour 10% des actions. **V.** La compagnie réalise des résultats de ventes records et atteint le deuxième plus haut coefficient d'occupation annuel de son histoire avec des produits passage en hausse de 5,2% et une capacité en hausse de 2,5%. La direction mentionne s'attendre à une plus faible croissance pour l'année à venir. De nombreuses négociations d'ententes collectives sont toujours en cours. **VI.** La compagnie annonce un accord préliminaire pour une entente collective touchant plus de 6 800 mécaniciens. **VII.** La compagnie annonce le refus de l'entente collective pour les 8 600 mécaniciens ainsi que l'annonce d'un mandat de grève pour ceux-ci. **VIII.** Un important fournisseur (AVEOS) déclare faillite. **IX.** La compagnie dit être en processus de soumission pour le remplacement du fournisseur en faillite AVEOS. Les résultats du trimestre en cours comprendront des charges de 120M\$ en lien avec la cessation des activités d'AVEOS. La compagnie mentionne que les résultats de profitabilité à venir sont supérieurs aux anticipations moyennes des analystes. **X.** Annonce de la reprise des négociations avec le groupe de 8 600 employés. Les activités demeurent perturbées par certains employés syndiqués. **XI.** La compagnie indique avoir réalisé une performance rigoureuse au niveau des revenus malgré les défis et observe une amélioration des tendances de réservation et des améliorations notés sur l'ensemble des marchés. Haute volatilité du prix du carburant. **XII.** Approbation d'un nouveau régime de protection des actionnaires empêchant un actionnaire unique de prendre contrôle de plus de 20% des actions combinés. **XIII.** La compagnie annonce avoir reçu la décision arbitraire pour la convention collective des 8 600 mécaniciens. **XIV.** Nouveau VP stratégie, affaires et relations gouvernementales. **XV.** La compagnie reçoit la décision arbitraire pour l'Association des pilotes. Le processus de soumission pour le remplacement de AVEOS est en cours. **XVI.** La compagnie annonce la fin du processus de négociation pour les nouvelles ententes collectives. Les revenus des lignes transpacifiques sont en hausse de +18,5% et la direction observe une amélioration des tendances de réservation. La compagnie obtient plus de clarté sur la transition des activités d'AVEOS mais la perturbation amène de la pression sur les coûts. **XVII.** La compagnie annonce le lancement à venir d'un nouveau transporteur à faible coût ainsi que l'annonce de 200 nouveaux postes d'agents de bord ce nouveau transporteur. La compagnie annonce également l'embauche prévue de 900 employés pour 12 prochains mois. **XVIII.** Annonce la création d'un nouveau groupe voyage d'agrément intégré ainsi qu'un remaniement du service des ventes.

Phase de poursuite : **1.** Forte croissance de profitabilité attribuable à gains de change. **2.** Alors que la compagnie annonce une forte croissance de la profitabilité principalement attribuable à des gains favorables de taux de change, elle obtient l'approbation réglementaire pour le partenariat avec United Continental et forme une coentreprise transfrontalière avec cette dernière. **3.** La direction se dit extrêmement satisfaite de la performance financière du 3^e trimestre qu'elle qualifie d'excellente. Annonce d'un coefficient record d'occupation pour le trimestre ainsi qu'un prix reconnaissance pour une 3^e année consécutive pour meilleur transporteur nord-américain. Baisse des charges opérationnelles suite aux négociations collectives. **4.** La formation du groupe de voyage d'agrément est en cours et la compagnie prend des initiatives pour le remaniement du parc aérien et est en discussions avec le gouvernement afin de retarder la capitalisation déficit retraite. **5.** ACE liquide l'entièreté de ses 31M actions. **6.** Annonce du nom du nouveau transporteur Air Canada Rouge. **7.** La direction annonce ce qu'elle considère être un solide chiffre d'affaire pour les activités internationales ainsi que des gains de profitabilité causés par la modification des régimes de retraite. La compagnie réalise un coefficient record d'occupation pour janvier. **8.** Annonce d'un prolongement d'une durée de 7 ans pour la capitalisation des régimes retraite. **9.** Annonce d'un coefficient d'occupation record pour le mois de mars. **10.** Malgré les tendances de réservation encourageantes, les résultats sont sous les attentes de la direction en raison de la baisse de la demande des voyages à haut rapport ce qui a une incidence négative sur les marges. La compagnie mentionne rencontrer également certaines difficultés opérationnelles aux plaques tournantes. **11.** Le lancement d'Air Canada Rouge est en cours. La compagnie annonce un placement privé de 606M\$ pour l'achat de 5 nouveaux appareils 777. **12.** Annonce une offre publique de rachat de plusieurs séries de billets de premier rang qui est ensuite annulée quelques semaines plus tard. **13.** Annonce d'une performance financière record pour un 2^e trimestre. La direction mentionne que la transformation vers une profitabilité durable s'accélère et que le marché accueille favorablement le nouveau transporteur. **14.** Annonce d'un coefficient d'occupation record pour le mois d'août. **15.** Ajout à l'indice boursier S&P/TSX. **16.** Procède au refinancement de 1,4G\$ de billets premier rang. **17.** Atteinte de la meilleure performance trimestrielle de l'histoire (profitabilité) de la compagnie qui indique anticiper une hausse de capacité de 9% à 11% pour l'année à venir.

Pacific Rubiales (PRE.TO)

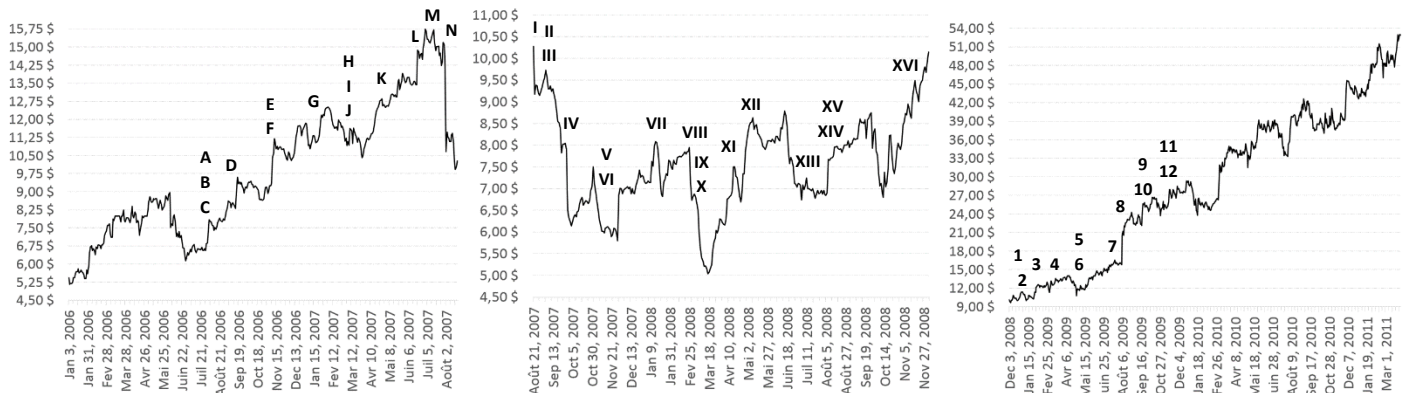


Phase de contexte : A. Alors que la compagnie procède à une série d'acquisitions transformatives, elle devient la plus importante productrice indépendante en Colombie. La compagnie annonce également un partenariat transformateur pour la mise en place d'infrastructures permettant l'exploitation de son plus important actif. B. La production est en hausse de +100% et les revenus nets par barils produits sont également en hausse de plus de +100% tandis que l'augmentation des réserves prouvées est de l'ordre de +445%. C. Changement de nom suite à la fusion transformative et ajout d'un membre au conseil d'administration. D. La direction se dit extrêmement satisfaite des accomplissements réalisés alors qu'elle priorise les ventes sur des canaux internationaux afin d'obtenir un prix de vente supérieur et de meilleures marges de profit. E. Consolidation d'actions 6 pour 1. F. La direction considère être dans une période de réussite majeure avec des ventes en hausse séquentielles sur le trimestre précédent de +76%. G. Acquisition de Kappa Holdings pour 168M\$US. H. Annonce d'un financement par débetures convertibles pour 220M\$ et de ventes en hausse séquentielle de +65% sur le trimestre précédent. I. La direction considère que le trimestre constitue une période de réussite majeure avec l'atteinte de résultats records de vente et profitabilité soutenus par une croissance explosive du niveau de production. J. Annonce un partenariat transformateur pour la construction d'infrastructures additionnelles qui permettront d'augmenter considérablement les niveaux de production. K. Changement de symbole boursier. L. La croissance soutenue des niveaux de production se poursuit avec un volume de production en hausse de 120%.

Phase centrale : I. La direction se dit extrêmement satisfaite de la croissance et profitabilité et conserve ses objectifs ambitieux de croissance extrême des niveaux de production tout en favorisant la vente sur les canaux internationaux. II. La compagnie obtient un financement important pour l'expansion majeure de la capacité. III. Augmentation des réserves prouvées de 82,3%.

Phase de poursuite : 1. Obtention d'une nouvelle facilité de crédit de US\$200M pour la construction de nouvelles infrastructures. 2. Inclusion à un nouvel indice (S&P/TSX). 3. La direction se dit satisfaite des résultats. Tandis que le niveau de production est en hausse de 60% et que les réserves prouvées en hausse de 50%, la direction annonce que les nouvelles infrastructures sont prêtes à 70% et qu'elles sont en voie d'être livrées à temps et dans le budget. 4. Les nouvelles infrastructures permettant de soutenir une production de 170,000 barils par jour seront complétées durant le prochains mois. 5. La compagnie possède le plus haut niveau de production indépendante en Colombie alors que les ventes restent stables malgré une baisse de 60% du prix de la commodité vendue (hausse de 70% des niveaux de production). Étant donné les coûts de production par baril en baisse de 48%, la compagnie parvient à doubler son BAIIA. 6. Annonce que le début de l'exploitation des nouvelles infrastructures soutenant plus de 160,000 barils par jours débutera d'ici 3 à 6 mois. 7. Atteinte d'un niveau record de production à plus de 100,000 barils par jours. La compagnie procède à une émission d'actions pour 44M\$ et donne un incitatif pour l'exercice précoce des titres convertibles. 8. La compagnie annonce un plan majeur (853M\$) d'expansion de la capacité qui permettra de doubler la capacité de production et distribution au cours de 12 prochains mois. 9. Émission 450M\$ US à 8,75% pour le paiement de la dette (250M\$). 10. La direction se dit très satisfaite des résultats du trimestre avec un niveau de production en hausse de plus de 60% et un niveau de coût par baril en baisse de plus de 50%. La production brute atteint 117 000 barils par jour soit +17% supérieur au mois précédent. 11. Ajout à l'indice boursier Colombien. 12. L'exercice accélérée des titres convertibles permet de lever 273M\$. 13. La direction qualifie les résultats financiers comme étant exceptionnels. Annonce un niveau de production en hausse de 56% pour l'année et que le projet de nouvelles infrastructures annoncé récemment est le plus important effectuer en Colombie depuis 10 ans. 14. La forte montée des prix de +81% et un volume de production en hausse de +90% permet de générer des revenus en hausse de +246%. La production atteint 136,000 barils par jour et la compagnie annonce d'une nouvelle facilité de crédit pour 250M\$.

Catamaran (CCT.TO)

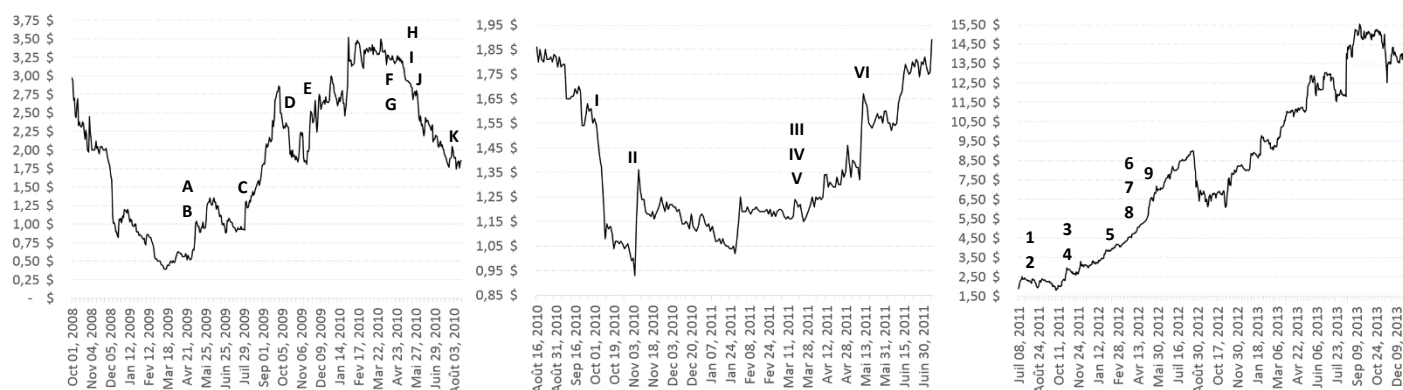


Phase de contexte : **A.** L'entreprise complète son appel public à l'épargne quelques mois auparavant pour lever 38,7M\$. **B.** La compagnie profite d'une forte croissance organique soutenue avec une contribution positive sur les marges due à l'évolution du mix de revenus récurrents en hausse de 50% et qui représentent maintenant 70% des ventes. **C.** La compagnie augmente ses anticipations de revenus et de profitabilité pour une seconde fois durant l'année. **D.** Annonce la nomination d'un nouveau président et chef de la direction. **E.** Annonce de résultats en très forte croissance. Annonce de deux nouveaux contrats importants. **F.** Annonce d'un nouveau contrat transformateur avec un état américain représentant près de 30% de leurs anticipations de revenus en cours. **G.** Résignation d'un membre du conseil d'administration. Le CFO de Allscripts est également nommé au conseil d'administration. **H.** Annonce d'un nouveau contrat représentant environ 8% des anticipations de revenus en cours. Annonce également du renouvellement d'un important contrat couvrant 50 états américains. **I.** La forte croissance organique se poursuit avec des revenus en hausse de plus de 50% et du BAIIA de plus de 80% grâce à un volume de transactions traitées en hausse de 120%. La compagnie jouit d'un fort niveau d'encaisse. **J.** Un compétiteur dépose une plainte suite à l'annonce précoce d'un nouveau contrat par la compagnie. **K.** La forte croissance organique est soutenue et la portion des revenus récurrents représentent maintenant 75% des ventes. **L.** Annonce un nouveau contrat important potentiel. **M.** Ajout d'un nouveau membre au conseil d'administration. **N.** La forte croissance organique soutenue se poursuit, mais la compagnie observe une légère baisse séquentielle du nombre de transactions traitées causant les résultats à être sous les attentes. La direction anticipe cependant une reprise de la croissance du volume.

Phase centrale : **I.** Annulation d'un contrat transformateur précédemment annoncé suite à son annonce précoce de la part de la compagnie. **II.** Obtention d'une certification importante couvrant 5M d'américains. **III.** Annonce de deux nouveaux membres au conseil d'administration et retraite d'un autre. **IV.** Annonce la réduction de -7% de la force de travail. **V.** Malgré une augmentation de 40% du volume de transactions traitées, la compagnie observe un ralentissement important du niveau de croissance des ventes ainsi qu'une baisse des revenus et marges par transactions traitées due à l'évolution du mix de produits. La direction considère que la baisse de croissance est causée par la transition du modèle d'affaires. **VI.** La direction abaisse ses anticipations de revenus et de profitabilité. **VII.** Nouveau contrat obtenu avec une deuxième province canadienne. **VIII.** Annonce l'acquisition majeure et transformative de NMHC. **IX.** La compagnie continue d'observer une baisse des revenus et marges par transactions en raison de l'évolution du mix. **X.** Augmentation des dépenses en développement de produits. **XI.** L'entreprise annonce l'approbation par les actionnaires de l'acquisition transformative et par le fait même l'obtention d'un nouveau contrat majeur représentant environ 35% des anticipations annuelles ainsi qu'une nouvelle entente de crédit de 58M\$. **XII.** Annonce d'anticipations transformatives en croissance extrême suite à la nouvelle acquisition. **XIII.** Annonce un nouveau contrat majeur. **XIV.** Annonce de résultats trimestriels démontrant la transformation de l'entreprise. La compagnie annonce une forte hausse des anticipations de revenus et de profitabilité. **XV.** Extension d'un contrat important. **XVI.** Annonce un nouveau contrat majeur d'une durée de 5 ans.

Phase de poursuite : **1.** Annonce de l'acquisition de Zynchros pour effectuer de ventes croisées. **2.** Annonce un nouveau contrat majeur. **3.** Revenus en hausse de 820% et BAIIA en hausse de 100% pour l'année. La compagnie annonce également des anticipations pour l'année à venir de ventes en hausse de 50% et BAIIA en hausse de 25%. **4.** Ajout à l'indice composé S&P/TSX. **5.** La compagnie annonce une croissance explosive des revenus de 1100% et du BAIIA de 158% en mentionnant que le modèle d'affaires démontre beaucoup de résilience et que le momentum construit en 2008 se poursuit. La nouvelle acquisition permet d'obtenir de meilleures conditions d'approvisionnement. **6.** La compagnie annonce une augmentation des anticipations. **7.** Annonce un nouveau contrat majeur. **8.** La compagnie augmente ses anticipations annuelles pour une seconde fois. **9.** Entrée dans un partenariat stratégique avec Allscripts et annonce l'émission de 3,5M d'actions. **10.** Révision de l'émission pour 5,1M d'actions à \$41,50 pour plus de 200M\$. **11.** Annonce un nouveau contrat majeur. **12.** L'excellente croissance dans les résultats se poursuit grâce à une solide exécution stratégique et des fondamentaux de marché sains. Annonce une hausse des anticipations annuelles pour une troisième fois.

Intertape Polymer (ITP.TO)

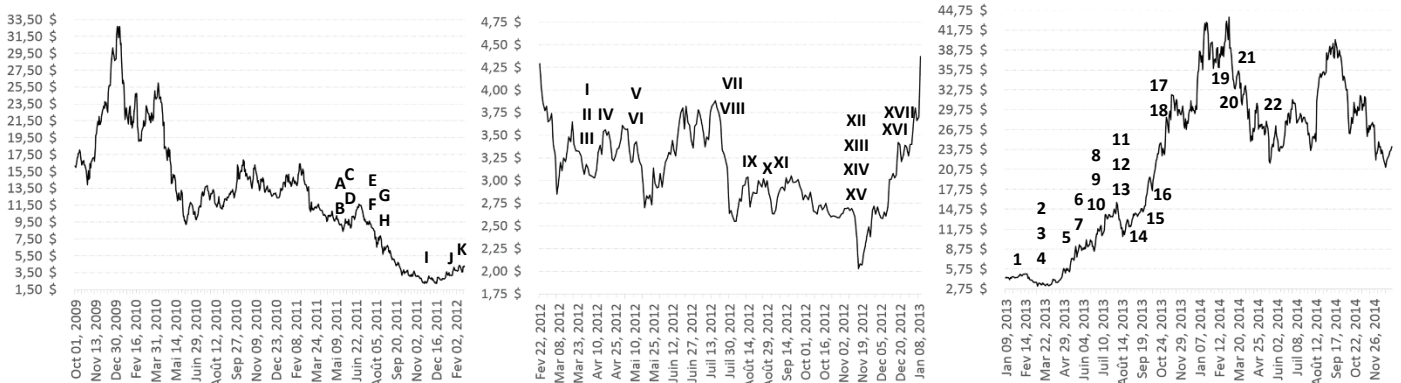


Phase de contexte : A. Forte décroissance des ventes et de la profitabilité malgré l'émergence de signes encourageant pour les nouveaux produits en développement ou déjà introduits. La compagnie adopte des efforts significatifs de réduction des dépenses salariales et est en voie de réaliser d'importants gains de productivité. Le paiement de la dette demeure une priorité. B. La direction mentionne que la demande continue d'être réduite dans l'environnement économique actuel mais que certains signes encourageants émergent pour les nouveaux produits. C. La forte décroissance des ventes et de la profitabilité se poursuit malgré l'expansion de la marge brute dans le segment principal. Les difficultés économiques observées dans la première moitié de 2009 se résorbent graduellement. D. Demeure en situation de forte décroissance des ventes et de la profitabilité malgré le progrès des principaux segments face à la 1^{ère} moitié de l'année. La direction se dit satisfaite des stratégies mises en place, continue ses mesures de réduction des coûts et ferme une usine afin de rationaliser les opérations. E. Annonce la nomination d'un nouveau chef de la division financière ainsi que son intention volontaire de se retirer de l'échange boursière NYSE considérant que le TSX offre suffisamment de liquidité pour les actions de la compagnie. F. La compagnie retrouve une croissance positive des ventes grâce au changement positif du mix de produits par l'introduction de nouveaux produits à plus hautes marges. Ces efforts mènent à un fort revirement positif des volumes et de la profitabilité de la principale division. Réduction considérable du niveau de dette durant l'année. G. La compagnie observe une augmentation séquentielle des profits brutes et de la marge brute pour le dernier trimestre de l'année. H. Annonce des résultats de ventes en hausse de 25% et de BAIIA en hausse de 19%. L'entreprise observe une forte contribution positive de l'introduction des nouveaux produits et parvient à augmenter ainsi son prix de vente moyen et de meilleures conditions économiques. I. Le programme de réduction de coûts génère plus d'économies que prévu et la direction anticipe retrouver des marges plus normales au cours de l'année suite à l'augmentation des prix de vente. J. Annonce un programme de rachat d'actions pour 5% des actions en circulation. K. Malgré la croissance supérieure des ventes de nouveaux produits, la profitabilité demeure négative. Le paiement de la dette demeure une priorité.

Phase centrale : I. Condamnation judiciaire contre la compagnie pour 13,15M\$. II. La croissance des ventes se poursuit et la direction se dit satisfaite face aux niveaux de volumes vendus. La compagnie fait face à une montée du prix des matières premières. Cette montée de coûts ne peut être passée aux clients en raison de pressions compétitives impactant le prix de vente à la baisse. La direction observe tout de même des signes positifs face à l'amélioration des prix de vente dans l'industrie, mais demeure prudente face à ces signes encourageants. Le paiement de la dette demeure un objectif important. III. Les marges continuent d'être impactées par la montée du prix des matières premières ainsi que les pressions compétitives sur le prix de vente. Cependant, la direction note que la montée des prix de vente de l'industrie s'est amorcée et elle s'attend à davantage de montées de prix. IV. Un mix positif de vente vers les nouveaux produits à plus hautes marges, combiné avec la poursuite agressive de gains de productivité et de réduction de coûts qui génèrent plus de bénéfices que prévu, permettent d'amorcer une expansion des marges. V. Continu l'introduction agressive de nouveaux produits et annonce la fermeture d'une usine pour rationalisation des activités. VI. L'expansion des marges continue d'être encouragée par le mix de nouveaux produits et la poursuite de gains de productivité et de réduction des coûts. La direction s'attend également à plus de montées des prix de ventes de l'industrie.

Phase de poursuite : 1. L'introduction de nouveaux produits à plus hautes marges, l'amélioration des prix de vente de l'industrie ainsi que les efforts réussis de diminution des coûts de production mène à l'expansion des marges alors que la croissance des revenus s'accélère à 16%. 2. Les marchés desservis demeurent affectés par de nombreuses incertitudes et l'écart entre le prix de vente et celui des matières premières demeure sous les objectifs. 3. L'introduction de nouveaux produits à plus hautes marges, l'amélioration des prix de vente de l'industrie ainsi que les efforts réussis de diminution des coûts de production mène à l'expansion fort importante des marges. 4. Les conditions de prix sont favorables malgré les incertitudes qui persistent dans l'industrie. La direction envisage que les revenus et le BAIIA ajusté pour le trimestre en cours (T4) seront significativement supérieurs à ceux du même trimestre de l'année précédente. 5. Prolongement d'une facilité de crédit de 200M\$. 6. L'introduction de nouveaux produits à plus hautes marges, l'accélération de la hausse des prix de vente de l'industrie ainsi que le programme de diminution des coûts de production plus bénéfique que prévu mène à l'expansion des marges. 7. La compagnie a introduit 35 nouveaux produits durant l'année et leur croissance de ventes et de 3X supérieure à celle des produits déjà en portefeuille. La direction est très encouragée par l'acceptation nouveaux produits et anticipe que ceux-ci résulteront en une forte augmentation des marges. Pour l'année terminée, la compagnie observe une augmentation de 50% du niveau de BAIIA. 8. Combine le rapport des résultats de 2 segments en 1 segment. 9. La compagnie bénéficie maintenant d'un meilleur environnement de prix et les marges continue d'être aidées par le mix croissant de nouveaux produits et l'exécution sur le programme de gestion de coûts ce qui permet une augmentation du BAIIA de l'ordre de 75%. La réduction de la dette permet également de réduire les charges d'intérêts.

Canadian Solar (CSIQ)

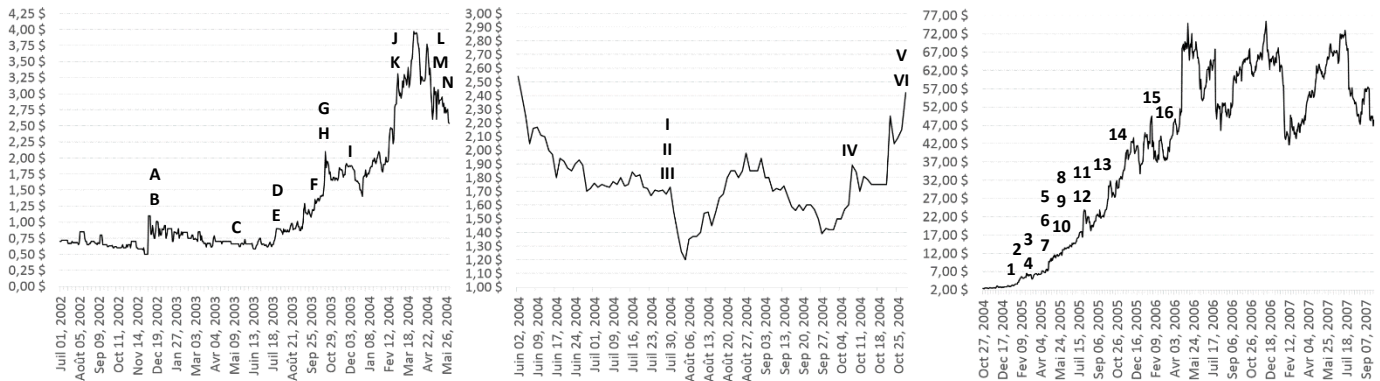


Phase de contexte : A. La compagnie connaît une forte croissance soutenue des volumes et gagne des parts de marchés. La croissance des volumes menant à des économies d'échelle et une meilleure gestion des coûts internes mènent à une meilleure efficacité de production et permet de faire face à la baisse du prix de vente en raison de la baisse significative du coût des intrants. B. Un projet d'expansion de capacité est en cours et la compagnie élabore le développement d'une marque orientée vers une stratégie *downstream*. C. Partenariat transformateur d'augmentation de la capacité de 50% dans les 6 prochains mois. D. Nouvelle technologie permettant de gagner en efficacité de production. E. La forte croissance soutenue des volumes de production se poursuit, mais les marges sont impactées par un plus haut niveau d'approvisionnement externe. F. Nomination d'un nouveau chef de la direction financière et d'un nouveau membre au conseil d'administration. G. La croissance spectaculaire des ventes et volumes et la demande pour les produits se poursuit et la compagnie parvient à gagner davantage de parts de marché et sa marque est de plus en plus reconnue internationalement. La compagnie entreprend une importante expansion de la capacité étant donné que la demande ne parvient pas à être comblée avec la capacité actuelle. H. L'industrie et la compagnie subissent d'importantes pressions sur les prix de vente étant donné la baisse significative du coût des intrants. L'entreprise entreprend des mesures de gestion des coûts de la chaîne d'approvisionnement. La direction se dit fier des résultats opérationnels considérant l'environnement d'affaires difficile. I. Malgré la forte croissance soutenue des volumes et des mesures de gestion de coûts internes, la réduction des prix de vente mène au déclin des marges. La direction mentionne qu'il s'agit d'un trimestre difficile pour la compagnie et pour l'industrie pour faire face à la pression sur les prix de ventes et des conditions de financement plus restrictives et continue de se concentrer sur ses mesures de gestion de coûts internes. J. Le président du conseil d'administration et CEO déclare posséder plus de 30% des actions en circulation. K. La compagnie augmente ses anticipations de croissance de volume pour le trimestre et l'année.

Phase centrale : I. Malgré une hausse de production de 65% pour l'année de 25% pour le trimestre ainsi que l'impact favorable de la croissance supérieure du segment *EPC* à plus hautes marges, la pression significative sur les prix de vente mène à une compression des marges. II. La différenciation par la qualité supérieure de ses produits et solutions innovantes ainsi qu'une bonne exécution dans un environnement économique difficile permet de gagner des parts de marché et d'identifier des opportunités importantes dans plusieurs marchés géographiques. III. Annonce des anticipations de croissance de capacité de 45% pour l'année à venir et souhaite faire passer la portion des ventes *EPC* de 25% à 40%. IV. Annonce d'un important partenariat transformateur avec SkyPower qui obtient également des titres convertibles représentant 9,9% des actions en circulation et qui permettra d'augmenter ses revenus de 50% au cours des 2 prochaines années. V. La compagnie se dit heureuse des résultats en cours malgré un fort déclin des unités vendues séquentiellement, mais qui est davantage causé pas la saisonnalité. La compagnie parvient à réaliser une plus grande part de revenus provenant des solutions *EPC* à plus hautes marges et est confiante en leur habiletés de réaliser davantage d'efficacités de production. VI. L'entreprise continue d'atteindre ses objectifs alors que les concurrents vivent davantage de difficultés. VII. En raison de la continuité de la baisse du prix de vente cette fois-ci causé par les variations de taux de change et le changement de tarifs, la compagnie baisse ses anticipations tout en conservant de fortes croissances de volumes. VIII. Annonce d'une entente de financement pour 93M\$. IX. Malgré l'incertitude causée par la volatilité des conditions macro-économiques et du marché solaire, la direction se dit heureuse de l'augmentation des volumes de production (+44%), de l'expansion en cours des marges ainsi que du bilan stable. La direction considère que la différenciation de la compagnie est claire et s'attend à gagner davantage de parts de marché. X. Se départit d'une usine de production pour 48M\$. XI. Annonce un nouveau programme de financement pour clients. XII. Le département du commerce des États-Unis impose des mesures *anti-dumping* contre la compagnie. XIII. L'industrie fait maintenant face à une pression sur les prix de vente causée par la faiblesse de la demande ainsi que la phase de consolidation qui prend place dans l'industrie. La compagnie subit alors une baisse importante des marges en raison de cette baisse de prix de vente ainsi que des volumes inférieurs. XIV. Les préparatifs sont en cours pour le lancement du nouveau contrat transformateur avec SkyPower dans 4 à 10 mois. XV. La compagnie réduit ses anticipations de production pour l'année. XVI. Obtient un nouveau financement de 139M\$ pour de nouveaux projets. XVII. Annonce la nomination d'un nouveau chef des opérations.

Phase de poursuite : 1. Financement de 40M\$ pour l'acquisition de 4 nouveaux projets. 2. L'année 2012 s'est avérée une année très difficile pour l'industrie en général avec une forte pression sur les prix de vente suite à la baisse importante du coût de production des projets et de la faiblesse de la demande. La compagnie réalise des volumes en baisse de -17% pour l'année 2012, mais observe un renversement positif des volumes en hausse séquentielle sur le trimestre précédent. 3. La compagnie réalise parmi les plus faibles coûts de l'industrie, considère mieux faire face aux difficultés de l'industrie que ses concurrents avec une continuité de gains de parts de marché et établie une position géographique plus équilibrée. 4. L'expansion rapide des solutions *EPC* à plus hautes marge et la prudence de gestion de coûts permet de presque doubler les marges brutes. La proportion des ventes de solutions *EPC* atteint 13%, nettement sous l'objectif qui était de 25%. 5. Annonce une hausse des anticipations de production pour le trimestre. 6. Annonce de résultats supérieurs aux attentes de la direction. La compagnie subit un changement géographique important avec des ventes en Amérique et en Europe en baisse de -50% et -70% respectivement, mais génère une croissance des revenus en Asie de +278% atteignant ainsi 60% des ventes. 7. La compagnie poursuit sa stratégie d'évoluer depuis un fournisseur de modules vers un fournisseur de solutions avec une proportion des ventes *EPC* atteignant 19%. La compagnie anticipe que les gains de marges brutes se poursuivront. 8. Annonce d'un nouveau financement de 44M\$ avec banque de Chine. 9. Annonce d'un nouveau contrat majeur d'une valeur de 225M\$. 10. Annonce d'un nouveau contrat majeur d'une valeur de 310M\$. 11. Annonce d'un nouveau contrat majeur d'une valeur de 290M\$. 12. Annonce de résultats supérieurs aux anticipations tant au niveau des niveaux de production que des marges. La priorité demeure la gestion de coût et d'assurer la qualité des produits et solutions et différencier le modèle d'affaire et croître la base de clients. 13. L'industrie sort clairement d'une période très difficile avec une augmentation du pouvoir des prix ainsi qu'une demande croissante. La compagnie poursuit sa stratégie de diversification géographique vers des marchés à plus forte croissance et priorise la gestion des coûts ainsi que la qualité des produits et la différenciation des solutions offertes. 14. Émission d'actions pour 50M\$. 15. Livraison de 25% de l'entente avec TransCanada pour 120M\$. 16. Financement de 104M\$ avec Deutsche Bank. 17. La compagnie observe un fort revirement des résultats avec une hausse de 25% des volumes combiné avec une hausse de 25% des prix. Les résultats de volumes sont supérieurs aux anticipations précédentes et les marges brutes sont significativement plus hautes que prévu. La portion des ventes de solutions *EPC* atteint 41% ce qui aide considérablement les marges. 18. Annonce d'un nouveau contrat créant 400 emplois en Ontario. 19. Les volumes sont nettement supérieurs aux attentes et la compagnie anticipe un retour de rentabilité sur un base de profits nets ajustés pour le trimestre en cours ainsi que pour l'année. Les marges brutes sont également grandement supérieures aux anticipations. 20. Annonce un important financement de 115M\$ par actions et de 150M\$ par dette convertible pour l'expansion de la capacité manufacturière, le développement des nouveaux projets ainsi que la gestion du fond de roulement. 21. La part de revenus *EPC* atteint 50% des revenus totaux. Des efforts de rationalisation des activités sont en cours. 22. La croissance des volumes s'accélère avec une hausse de 30% pour le trimestre et de 23% pour l'année supporté par une demande qui demeure forte. Les volumes sont supérieurs aux attentes. La hausse légère des prix ainsi que la plus grande proportion des solutions *EPC* mènent à l'Expansion des marges.

Nutrisystem (NTRI)

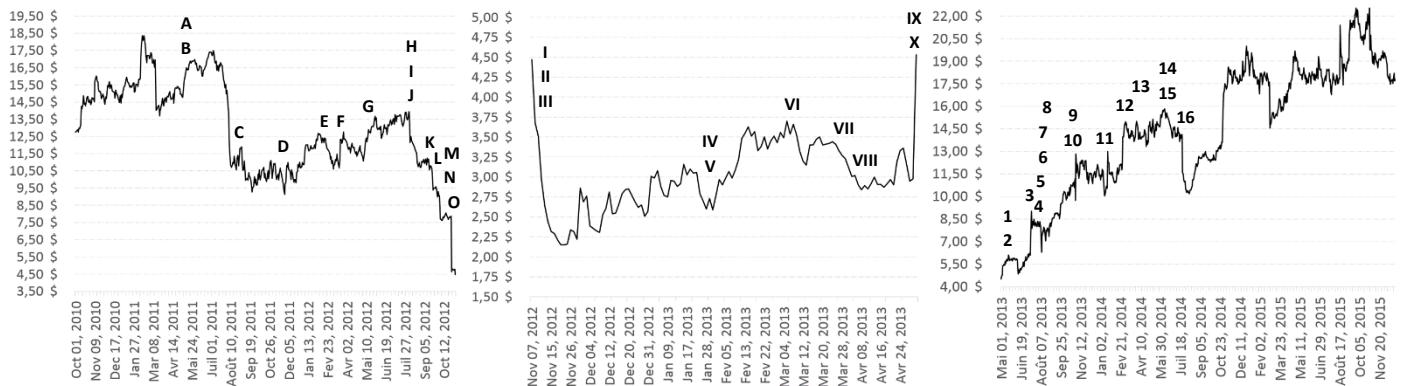


Phase de contexte : **A.** Prise de contrôle transformative par une nouvelle équipe de direction. **B.** Mise en place d'un nouveau chef de la direction et chef des opérations. **C.** Développement de nouveaux produits et programmes. La transition vers la nouvelle stratégie mène à une baisse de 30% des ventes. **D.** La nouvelle direction emploi de nouvelles initiatives marketing avec un changement de canal de distribution orienté davantage vers les ventes directes et elle se dit encouragée par les progrès de ce côté. **E.** La direction note que les résultats vont en s'améliorant au fur et à mesure que les nouvelles initiatives marketing prennent place. Les BPA passent de 0,05\$ à 0,08\$ malgré une baisse des ventes de -25% pour les 6 premiers mois de l'année. **F.** Placements privés pour 2,3M\$. **G.** Les résultats de ventes demeurent négatifs, mais la direction note que les derniers mois ont connus une belle montée. Les activités marketing portent fruits et la compagnie annonce le lancement imminent d'une nouvelle ligne de produits. **H.** La direction se dit satisfaite des résultats depuis le début de l'année vis à vis les progrès effectués en vue du lancement du nouveau programme de perte de poids plus tard cette année. **I.** Placements privés de 5M\$. **J.** Les résultats trimestriels affichent un retour à une croissance nulle à légèrement positive. La compagnie annonce des anticipations de croissance des revenus de 70% à 80% pour l'année. La direction croit que 2004 sera une formidable année pour la compagnie. **K.** La direction se dit très confiante face à l'année à venir et indique qu'elle sera une année formidable pour capitaliser sur les nouvelles initiatives. Le nombre de nouveaux clients est en hausse de plus de 300% et la stratégie de transition d'un modèle de *packaging* vers un modèle de *franchise agreements* porte fruits. **L.** La compagnie annonce des résultats trimestriels à croissance extrême et une pondération du segment direct qui atteint 75%. **M.** La nouvelle direction parvient à faire une prise de possession accélérée de leurs actions tandis que le nombre de nouveaux clients est en hausse de plus de 200%. **N.** Les actions de la compagnie deviennent transigées sur le AMEX sous le symbole NSI à la place de sur le NASDAQ OTC.

Phase centrale : **I.** Annonce de revenus légèrement sous les attentes, mais un niveau de profitabilité supérieur aux anticipations. La direction se dit plus confiante que jamais que les meilleures années sont à venir. **II.** La compagnie annonce des anticipations de croissance des revenus de 35% à 45% et une perte opérationnelle inférieure à 300,000\$. **III.** Annonce l'émission importante de 11,9M d'actions. **IV.** La direction augmente ses anticipations de revenus et de profitabilité et anticipe maintenant générer un profit opérationnel. **V.** Annonce de résultats nettement supérieurs aux attentes. La compagnie accélère le développement des nouveaux produits et le nombre de nouveaux clients dans le canal de ventes directes est une hausse de plus de 80%. **VI.** La compagnie accélère le développement de nouveaux produits et considère être prête à réclamer sa position en tant d'un des leaders de l'industrie grâce à la marque, les produits de niveau mondial, la base de consommateurs loyaux, les nouveaux segments de distribution ainsi qu'une équipe de direction talentueuse.

Phase de poursuite : **1.** La compagnie augmente significativement ses anticipations de revenus pour le trimestre en cours. **2.** La croissance du nombre de nouveaux clients dans le canal direct s'accélère à +150%. **3.** "2004 était année pivot et est le point tournant de notre histoire." **4.** La direction anticipe une hausse du nombre nouveaux clients de +185% et une profitabilité nettement accrue. Pour l'année complète la compagnie anticipe une hausse des revenus de +100% et de +400% du profit opérationnel. **5.** Annonce de résultats nettement supérieurs aux attentes tant au niveau des ventes que de la profitabilité. La croissance du nombre de nouveaux clients est de +230% et la compagnie réalise autant de revenus dans le trimestre que durant l'année complète précédente. **6.** La forte croissance des ventes du canal direct mène à l'expansion des marges. La compagnie annonce une nouvelle entente avec le réseau de ventes télévisuelles QVC. **7.** La compagnie expose des anticipations de croissance extrême tant au niveau des ventes que de la profitabilité. **8.** La compagnie annonce l'émission de 1,7M actions et un actionnaire annonce la vente de 3,5M d'actions. **9.** Nouveau partenariat pour l'augmentation de la capacité de production. **10.** Changement d'indice boursier : entrée sur le Nasdaq et retrait du AMEX. **11.** Annonce de résultats en hausse extrême nettement au-dessus des anticipations avec des revenus en hausse de 345% (versus les anticipations précédentes de plus de 200%). La croissance du nombre de nouveaux clients de +500% ainsi que la forte croissance des revenus du canal direct soutiennent l'expansion des marges. **12.** La compagnie expose des anticipations d'accélération de la croissance et profitabilité. **13.** La compagnie anticipe une croissance des revenus de 750% alors que le nombre de nouveaux clients est de 75% supérieur aux attentes. La compagnie augmente également ses anticipations de revenus de plus de 50%. **14.** Annonce de résultats trimestriels de revenus en hausse de 750% et de bénéfice opérationnel de 5 000%. La compagnie observe une croissance nombre de nouveaux clients en hausse de 1000% aidée par la très forte efficacité des initiatives marketing. **15.** "Le momentum qui a pris place durant l'année ne fait que s'accélérer." **16.** La direction anticipe tripler le budget marketing tout en conservant le même coût d'acquisition par client étant donné la très forte efficacité des initiatives marketing soutenant une croissance du nombre de nouveaux clients de l'ordre de 700%.

Inteliquent (IQNT)

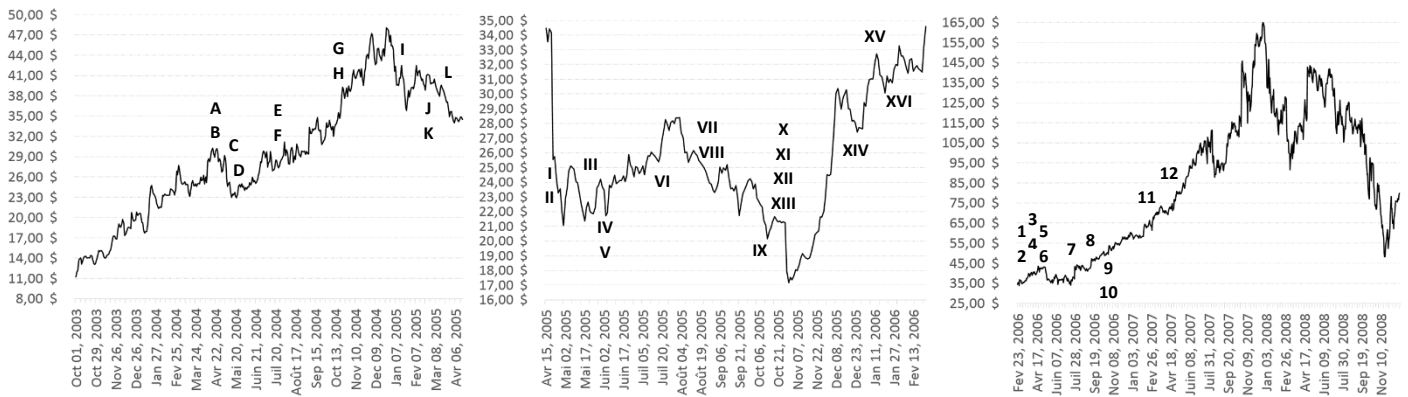


Phase de contexte : A. La compagnie procède à une acquisition transformative quelques mois auparavant. La forte croissance des revenus provient majoritairement de la fusion et la direction se dit impressionnée par l'intégration des compagnies. La compagnie a un nouveau chef de la direction en place depuis 6 semaines. B. La compagnie prévoit convertir leur programme de rachat d'action de 50M\$ en *Dutch offer* avant le 17 juin 2011. C. La direction anticipe réaliser des résultats supérieurs aux attentes précédemment formulées. D. La direction se dit satisfaite de la bonne performance financière en hausse de 45% suite à l'acquisition ainsi que la diversification de l'offre de service. La compagnie observe une hausse des dépenses de réseaux, d'employés et d'amortissement. Le BPA est en baisse importante de près de 40% en raison d'une hausse des dépenses de réseaux, d'employés et d'amortissement. E. Annonce de changement de nom et de symbole boursier. F. La compagnie obtient une croissance du volume de l'ordre de +20% pour l'année, mais observe un ralentissement de la croissance durant le dernier trimestre. Les marges opérationnelles sont en baisse suite aux investissements internes continus et l'introduction de nouveaux produits. G. Investissements internes pour élargir l'offre de produits. H. La compagnie annonce son intention de procéder à une recapitalisation par l'émission d'un dividende spécial financer par la dette et l'encaisse. I. Annonce une baisse des anticipations pour l'année en cours. J. Départ d'un membre au conseil d'administration. K. Établissement d'une branche à l'international (Turquie). L. Annonce le départ du chef de la direction ainsi que le départ du chef des finances. M. Nomination d'un nouveau chef des finances. N. Déclaration du dividende spécial d'un montant de 3\$ vs 4,80-5,65% précédemment annoncé. O. La compagnie annonce le départ de chef des opérations de la division Tinet (acquis plus tôt) ainsi que le départ du chef des finances de la même division. Les postes ne seront pas remplacés.

Phase centrale : I. Annonce la résolution d'un conflit avec gros client et fournisseur résultant en un paiement par la compagnie de 9M\$. La direction considère que la résolution permettra d'augmenter le niveau de certitude face aux opérations. II. Le trimestre en cours est un de transition afin de mieux répondre au besoins complexes de clients. Le segment trafic réseau est en hausse de plus de 40%, par contre le prix de vente par unité est en baisse de plus de -30%. III. La compagnie réduit pour une seconde fois ses anticipations pour l'année en cours. IV. Un investisseur activiste prend possession de 5% d'actions et publie une lettre critiquement activement ce qu'il considère être un piètre management. V. La compagnie annonce une radiation majeure d'intangibles de l'ordre de 51M\$ qui sera considéré dans l'année qui vient de se terminer. VI. Annonce de résultats supérieurs aux attentes. La compagnie anticipe des résultats à la baisse pour l'année à venir et considère qu'il s'agira d'une année de progrès et d'efficacité de production. Le trafic de données affiche une hausse de 42% tandis que le nombre de minutes chargées affiche une baisse de -4%. VII. La rémunération par bonus de la direction passe de 40% à 50% du salaire de base. VIII. Augmentation de la taille du C.A. de 6 à 7 membres. IX. La direction se dit très encouragée de la performance de l'entreprise et annonce la vente transformative de la division *Global Data* pour un montant de 55M\$ permettant une hausse importante de la profitabilité à venir ainsi que baisse des dépenses en capital. X. Suite à la vente de la division, la compagnie annonce une diminution de ses anticipations de revenus, mais une hausse de ses anticipations de BAIIA supporté par une marge beaucoup plus haute pour le segment restant.

Phase de poursuite : 1. La compagnie déclare un dividende spécial de 1,25\$/action et annonce un programme de dividende. 2. Ajout d'un directeur indépendant au C.A. 3. Annonce une révision à la hausse des anticipations avec une profitabilité nettement supérieure à ce qui était anticipé précédemment. 4. Le conseil d'administration procède à l'investigation des pratique internes de projections financières ce qui mène à un délai dans la publication des résultats trimestriels. 5. Avis de non-conformité Nasdaq dû au report de la publication des résultats financiers. 6. La compagnie annonce qu'aucune modification aux états financiers n'est à apporter. 7. Annonce de la démission du chef des finances. 8. Annonce le retour à la conformité Nasdaq. 9. La direction se dit très heureuse des résultats trimestriels et que l'environnement de prix est devenu plus constructif. La compagnie concentre ses affaires dans le segment de voix. 10. La compagnie annonce une hausse des anticipations pour l'année en cours. 11. Annonce la nomination d'un nouveau chef des finances. 12. Annonce une profitabilité en forte hausse suite à la vente du segment données. 13. Augmentation du nombre de membres au C.A. 14. La croissance du segment principal reprend de la vigueur. Hausse du nombre de minutes chargées de 8% et profitabilité en forte hausse suite aux efforts de concentration sur la gestion des coûts opérationnels ainsi que la vente du segment de données. 15. La rémunération par bonus de la direction passe de 50% à 75% du salaire de base. 16. La compagnie réalise un quatrième trimestre consécutif de croissance des minutes chargées avec une hausse de 15% du volume.

Deckers Outdoor (DECK)

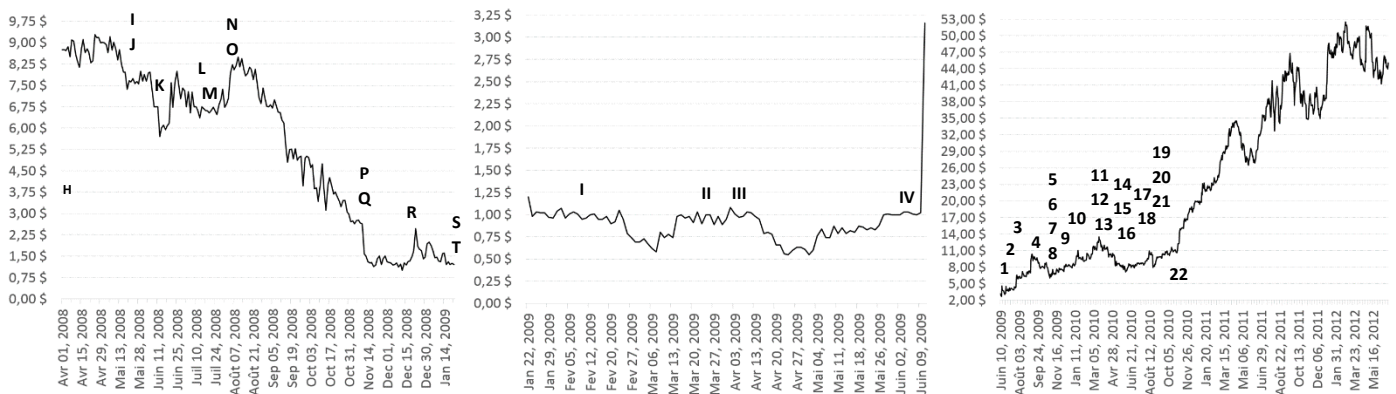


Phase de contexte : **A.** Annonce de résultats records de vente et de profitabilité en forte croissance. La direction se dit heureuse du fort momentum observé dans les ventes, soutenu par le déploiement de la nouvelle ligne de produits UGG pour laquelle les ventes sont en hausse de 226%. L'efficacité opérationnelle contribue à la hausse des marges. **B.** La compagnie augmente ses anticipations des revenus et profitabilité pour l'année en cours. **C.** Annonce de l'émission d'actions pour un montant de 35M\$ dont 57% sera émis aux employés et initiés de la compagnie. **D.** Annonce le paiement de la totalité des dettes bancaires à l'aide de l'émission d'actions précédente. **E.** Poursuite des résultats records de vente et profitabilité en forte hausse. Malgré un changement de mix impactant la marge brute négativement, la direction se dit très heureuse des progrès face au déroulement de la stratégie avec la pénétration de nouveaux segments et la forte demande pour la nouvelle ligne de produits UGG. **F.** Seconde augmentation des anticipations de revenus et de profitabilité pour l'année en cours. **G.** Annonce de résultats records supérieurs aux attentes avec de très forts niveaux de croissance et d'expansion des marges. L'efficacité opérationnelle contribue à la hausse des marges. **H.** La compagnie augmente ses anticipations de l'année en cours pour une 3^e fois. **I.** La compagnie annonce une quatrième hausse des anticipations pour l'année en cours en raison de la forte demande des produits UGG en croissance explosive. **J.** Annonce de résultats records en très forte croissance nettement supérieurs aux attentes de la direction. La direction se dit extrêmement heureuse des résultats records et de la demande robuste face à la nouvelle ligne de produit UGG et se dit fort confiante pour l'année à venir. Le levier de la marque permet l'élargissement des gammes de produits. **K.** La compagnie augmente ses anticipations de revenus et de profitabilité pour l'année à venir. **L.** Annonce le changement du chef de la direction qui conservera le rôle de président du conseil d'administration.

Phase centrale : **I.** Annonce de résultats records tant au niveau des ventes que de la profitabilité avec une forte croissance supérieure à 40%. La compagnie abaisse légèrement ses anticipations pour le prochain trimestre, mais conserve celles de l'année. **II.** La compagnie affiche un ralentissement important de la croissance de son plus important segment TEVA causant une compression des marges. Les ventes UGG quant à elles accélèrent leur croissance avec une hausse de 335%. La direction se dit optimiste face aux ventes futures étant donné le carnet de commande plus important que prévu. **III.** Démission du président de la direction principal TEVA. **IV.** La demande pour les produits UGG demeure très positive tandis que les ventes de TEVA sont affectées par un climat plus froid. Les marges consolidées sont en baisse dû à l'évolution du mix de produits. La direction se dit tout de même très confortable avec les anticipations annoncées pour la seconde moitié de l'année. **V.** La direction annonce une baisse des anticipations de revenus de -5% et de BPA de -50% pour l'année en cours en raison de la diminution des ventes TEVA ainsi qu'une radiation d'inventaires. **VI.** Annonce de résultats supérieurs aux anticipations de la direction. La demande des produits UGG demeure très positive tandis que les ventes TEVA continuent d'être affectées par un climat plus froid. Le ralentissement des activités de TEVA ainsi que la faiblesse des ventes internationales force une radiation d'inventaire pour la division. La compagnie met en place des moyens afin d'assurer la réponse à la demande des produits UGG. **VII.** Annonce la nomination d'un nouveau chef de la direction du segment principal TEVA. **VIII.** Nomination d'un nouveau V.-P. aux activités internationales. **IX.** Réception d'un avis de non-conformité Nasdaq en raison du nombre insuffisant de directeurs indépendants. **X.** Annonce de résultats records de vente et BPA. La demande des produits UGG demeure très positive tandis que les ventes TEVA continuent d'être affectées par un climat plus froid. L'entreprise parvient à une amélioration de la marge brute ainsi que bon contrôle des dépenses opérationnelles. **XI.** La compagnie procède à des investissements internes afin de mieux se positionner à long terme. Les investissements faits sont de l'ordre de marketing et publicité, infrastructures internationales et développement de nouveaux produits. **XII.** La compagnie obtient une reconnaissance par Forbes pour 200 Best Small Companies et est également ajouté à la liste des 100 Entreprises en plus grande croissance. **XIII.** La compagnie conserve les anticipations de revenus, mais abaisse celles des BPA. **XIV.** Annonce la nomination d'un nouveau membre au conseil d'administration. **XV.** La forte demande des produits UGG mène à des résultats supérieurs aux attentes. **XVI.** Démission du chef des finances.

Phase de poursuite : **1.** Annonce de résultats records pour le trimestre et l'année. Les résultats trimestriels sont nettement supérieurs aux anticipations alors que les ventes TEVA se stabilisent et les ventes UGG poursuivent une forte croissance à 30%. **2.** Annonce une légère augmentation des anticipations. **3.** Annonce la nomination d'un nouveau chef des finances. **4.** Annonce la nomination d'un nouveau chef de la direction pour TEVA. **5.** Malgré des ventes TEVA en baisse de -10% et de UGG de -20%, la direction se dit heureuse du fort début d'année et de l'habileté de la compagnie à surpasser les anticipations et à poursuivre sa stratégie d'élargissement des gammes et de repositionnement de la marque. La compagnie mentionne également que la pression sur la marge brute est causée par le plus haut niveau de promotions et de radiation d'inventaires. **6.** La compagnie augmente ses anticipations pour l'année en cours. **7.** La direction se dit très heureuse de la tendance positive dans l'entreprise alors que les ventes de TEVA sont en baisse de -10% et que celles de UGG sont en hausse de 20%. Les résultats sont tout de même supérieurs aux attentes. **8.** Ajout d'un nouveau membre au conseil d'administration. **9.** La compagnie parvient à mettre en œuvre ses stratégies de renforcement de la marque, d'expansion des marchés démographiques et de la diversification des lignes de produit par l'approfondissement et l'élargissement des collections causé une reprise accélérée de la croissance. **10.** Augmentation des anticipations pour l'année en cours. **11.** Annonce de résultats supérieurs aux anticipations précédemment formulées. La compagnie retourne à une forte croissance des ventes totales de +36% ainsi qu'un BPA en hausse de +95%. La compagnie franchit le 300M\$ de ventes et 100M\$ d'encaisse alors que le temps des fêtes stimule la forte demande pour les produits UGG. **12.** Suite à l'annonce de résultats records tant au niveau des ventes que de la profitabilité, la compagnie augmente ses anticipations de revenus et de profitabilité.

Jazz Pharmaceuticals (JAZZ)

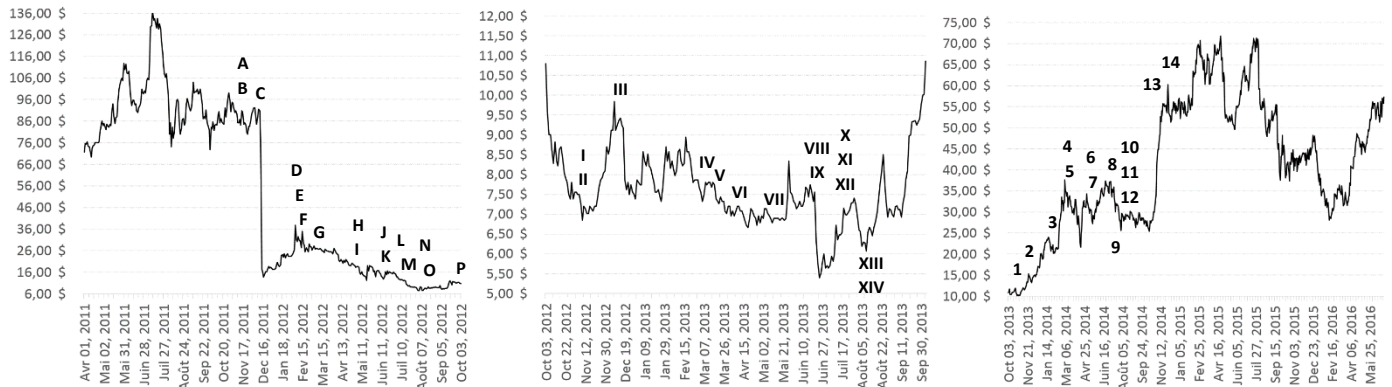


Phase de contexte : A. La compagnie entre en bourse 2 mois plus tôt et la direction se dit très heureuse de la continuité du succès commercial et de la croissance malgré la détérioration de la forte perte nette. B. Résignation d'un membre du conseil d'administration. C. La croissance des revenus d'accélère à +90% alors que la perte nette est très supérieure à celle de l'année précédente. D. La compagnie annonce le lancement commercial d'un nouveau produit à venir ainsi que l'embauche d'une nouvelle équipe de vente pour son lancement. E. Approbation par la FDA d'un nouveau produit et obtention de la désignation orpheline. F. La direction se dit très heureuse du momentum qui a pris place cette année avec une croissance des ventes du principal produit en hausse de plus de +30%. La perte nette est cependant nettement plus large que celle de l'année précédente. Les efforts commerciaux sont orientés vers le lancement du nouveau produit et la compagnie recherche un partenaire commercial pour ce dernier. G. Approbation par la FDA du droit de commercialisation du nouveau produit. H. Annonce d'une entente majeure avec un fonds d'investissement qui s'engage à acheter pour 75M\$ d'actions sur une période de 3 ans. I. La croissance des ventes du nouveau produit demeure supérieure à +30% et la direction mentionne que le lancement du nouveau produit progresse bien. Les revenus totaux sont en légère hausse. La perte nette demeure toutefois extrême et largement supérieure à celle de l'année précédente. J. Annonce d'expansion de prêt à terme de 80M\$ à 120M\$. K. Retarde le calendrier de développement des nouveaux produits dans un but de préservation des liquidités. L. Émission de 26M\$ d'unités avec bon de souscription à 7,37\$ sur 6 ans. M. Démission d'un membre du conseil d'administration. N. La compagnie annonce le licenciement de -8% de sa force de travail (R&D) alors que la perte opérationnelle se dégrade malgré une croissance des ventes supérieure à 30% pour le principal produit. O. Annonce la vente de droits sur un produit pour 5,5M\$. P. Alors que la croissance des ventes s'accélère, la perte nette est beaucoup moins importante que le trimestre séquentiel précédent, la compagnie annonce une réduction importante de l'équipe de vente relative au nouveau produit et poursuit la stratégie de ciblage de patients et d'élaboration de programmes d'éducation pour les médecins. Q. La croissance du principal produit demeure supérieure à +30%. R. Annonce de licenciements majeurs de 25% de la force de travail. S. La compagnie annonce le défaut de paiement des intérêts sur la dette et donc les créanciers sont alors en mesure d'exiger le paiement immédiat de la dette. T. La croissance du principal produit demeure supérieure à +30% et représente maintenant plus de 80% des ventes totales.

Phase centrale : I. La compagnie parvient à négocier l'élimination du paiement des royalties pour un produit en portefeuille. II. Tandis que la croissance des revenus reprend à un rythme accéléré, la compagnie rappelle l'avis de défaut sur la dette et explore activement des solutions de financement ou options stratégiques. La perte nette demeure très importante et le niveau d'encaisse atteint un niveau critique. III. Annonce la démission du chef de la direction. IV. Annonce critique de l'amendement des conditions de prêts à terme permettant d'éviter le défaut.

Phase de poursuite : 1. La deuxième étude Phase III rencontre les objectifs initiaux. 2. Annonce le financement par actions et bons de souscription pour 7M\$. 3. Annonce de vente de produits records avec une croissance des revenus supérieure à 80%. La compagnie annonce avoir généré le premier bénéfice net de son histoire alors que la vente de produits records en très forte croissance se déroule. La direction se dit très heureuse de constater la croissance du nombre de patients et se prépare pour l'approbation d'un nouveau produit (JZP-6) plus tard cette année. 4. Démission d'un membre du conseil d'administration. 5. Annonce de vente de produits records avec une croissance des ventes supérieure à 70%. La direction mentionne que l'entreprise a mis en place d'importantes transformations durant l'année et rappelle l'entente majeure avec un fonds d'investissement pour l'achat de 75M\$ d'actions sur 3 ans conclue l'année précédente. 6. La perte nette annoncée est de grandement inférieure à celles précédemment générées. La direction souligne que l'entreprise a mis en place d'importantes transformations durant l'année 2009. 7. Augmentation des anticipations pour l'année en cours. 8. Un actionnaire important annonce la vente de 2,8M d'actions. 9. Nomination d'un nouveau chef des finances. 10. Annonce l'augmentation des anticipations de BPA de près de 100% pour l'année en cours à 0,75-0,90\$. 11. Annonce de résultats supérieurs aux attentes. La direction demeure prudente dans la gestion des dépenses et affirme que 2009 était une année de performance exceptionnelle, qualifiée d'année pivot vers l'atteinte d'une profitabilité durable. 12. La rémunération par bonus de la direction passe de 50% à 60% du salaire de base. 13. Annonce l'émission majeure d'actions (45M\$) au fonds d'investissement précédemment mentionné. La compagnie procède à des hausses considérables du prix des produits. 14. La compagnie réalise un second trimestre de bénéfices nets et flux monétaires positifs et indique que la forte croissance des ventes du principal produit (+60%) est majoritairement attribuable à la hausse des prix du produit tandis que le volume est en hausse de 5%. 15. Le chef de la direction de Theravance est nommé au C.A. 16. L'entreprise procède à une seconde émission majeure d'actions (50M\$) au fonds d'investissement précédemment mentionné. 17. Augmentation du nombre de membres au conseil d'administration. 18. La compagnie réalise le paiement de 63,3M\$ de notes bancaires à 15% d'intérêt à l'aide de l'encaisse disponible. Le niveau d'intérêt sur la dette passe alors de 15% à 5,75%. 19. La direction se dit très encouragée par l'amélioration du bilan et mentionne posséder un fort pouvoir sur le prix de vente de ses produits. 20. La compagnie augmente pour une seconde fois ses anticipations pour l'année en cours. 21. La FDA avise la compagnie que le nouveau produit JZP-6 ne supporte pas exigences. 22. La forte croissance des revenus de produits en portefeuille se poursuit avec une croissance de plus de 45% et les anticipations de BPA pour l'année sont encore augmentés cette fois-ci de plus de 50% à 1,45-1,50\$ pour l'année en cours.

ANI Pharmaceuticals (ANIP)



Phase de contexte : A. La compagnie annonce des revenus en croissance extrême de 250%. L'augmentation des dépenses de développement cause une réduction de profitabilité et génère une perte nette. B. Annonce la complétion de deux phases pivot d'études cliniques. C. Les résultats des tests pivots du produit en développement LibiGel ne rencontrent pas les exigences. D. Réception d'un avis de non-conformité Nasdaq car le titre se transige sous la barre des 1\$ durant plus de 30 jours. La compagnie a 6 mois pour régler la situation. E. Émission d'actions pour annulation de dettes. F. Émission d'actions pour annulation de dettes. G. La compagnie entre en période de réflexion face au sort de LibiGel pour lequel les tests n'ont pas rencontré les exigences. La compagnie explore le développement de nouveaux projets de licences ainsi que des opportunités de fusions et acquisitions. H. La perte nette se poursuit, mais est moins importante que celle de l'année précédente. La compagnie mise sur la réduction des dépenses de développement afin de retrouver la profitabilité. I. La direction mentionne la poursuite des efforts pour explorer de nouveaux développements de projets avec des ententes de licences et/ou de fusions et acquisitions. J. La compagnie se dit à l'aise avec la position financière et annonce sa décision de poursuivre les études LibiGel avec 2 nouvelles études cliniques. K. La compagnie annonce le retour de la conformité Nasdaq. L. Émission d'actions pour annulation de dettes bancaires. M. Émission d'actions pour annulation de dettes bancaires. N. La FDA approuve la commercialisation du produit à venir en partenariat avec Teva. La réduction des dépenses en développement se poursuit dans un but de préservation de profitabilité. O. Émission de 2,4M d'unités avec conversion à 1,50\$ pour 5 ans. P. Annonce l'entrée dans une entente de fusion transformative avec ANIP afin d'obtenir l'infrastructure nécessaire pour le développement, la production et les ventes de produits. La nouvelle compagnie concentrera ses activités dans les médicaments génériques et spécialisés.

Phase centrale : I. La perte opérationnelle est grandement réduite suite au suspend des études cliniques LibiGel et à la réduction des dépenses en développement. II. La compagnie mentionne que l'acquisition potentielle génère des flux monétaires positifs et ne possède aucune dette. III. Approbation de la fusion transformative par le C.A. de ANIP. IV. Annonce l'approbation finale par les actionnaires de ANI concernant la fusion ainsi que l'annonce d'une consolidation d'actions à venir. La perte opérationnelle est réduite de moitié suite au suspend des études cliniques LibiGel et à la réduction des dépenses en développement. V. La direction annonce que le vote par les actionnaires de BioSante concernant la fusion est repoussé. La direction considère que plus de temps est nécessaire étant donné que les actionnaires ne semblent pas réaliser l'importance de leur vote. La consolidation approuve également la consolidation d'actions à venir. VI. Modification des termes de l'entente de fusion. VII. La compagnie obtient des pertes nettes significativement sous celles de l'année précédente. Elle annonce le paiement en entier des notes bancaires. VIII. BioSante et ANI annonce la complétion de la fusion. IX. Réception d'un avis de non-conformité Nasdaq qui exige un prix supérieur à 4\$ suite à une fusion. X. Consolidation d'actions 6 pour 1 et annonce un changement de nom ainsi que de symbole boursier. XI. Nouveau V.-P. au développement des affaires. XII. Regain de conformité Nasdaq suite à la consolidation des actions. XIII. Annonce l'augmentation de 25% des ventes sous souscription ainsi que l'établissement d'un programme de royauté avec Teva. XIV. La compagnie affiche une profitabilité opérationnelle positive en hausse de 65% en excluant les frais de fusion.

Phase de poursuite : 1. Annonce une croissance rapide des ventes (+50%) et hausse explosive des niveaux de profitabilité (+540%) avec une augmentation des ventes sous prescription de 93% et une baisse des ventes sous contrat de royauté de 16%. L'évolution du mix mène à une forte augmentation de la marge brute. 2. Annonce de l'achat d'un portefeuille de 31 produits génériques à Teva (en possédait 7) pour 12M\$. Cette acquisition offre des opportunités significatives et permettront un meilleur levier de la capacité opérationnelle. La compagnie suggère un plan d'affaires par partenariat, acquisitions et licences. 3. Annonce de résultats records une croissance spectaculaire des résultats de ventes (+100%) et de profitabilité avec des ventes sous prescription en hausse de 170%. La compagnie annonce également qu'un premier générique acquis sera lancé dans les 9 prochains mois. 4. Émission de 1,4M actions pour 45M\$. 5. Annonce partenariat de développement de produit avec Sterling. 6. Annonce une entente de licence, développement et fournisseur avec Sofgen. 7. La compagnie annonce des résultats records de ventes et profitabilité en très forte croissance grâce à des gains de parts de marché et de montée des prix. La compagnie possède maintenant plus de 50M\$ d'encaisse et aucune dette à long terme. 8. Partenariat avec Dexcel pour le développement d'un médicament. 9. La compagnie annonce l'acquisition d'un médicament pour 12M\$ qui sera relancé maintenant et qui permettra d'augmenter le BAIIA de 50%. 10. Annonce l'acquisition d'un nouveau médicament pour 11M\$ relancé immédiatement qui devrait générer 5,4M\$ de revenus de 4M\$ de BAIIA. 11. La compagnie mentionne que la forte croissance ralentie en raison de la baisse de -45% des ventes sous contrat alors que les ventes sous prescription sont en hausse de 37%. 12. Introduction d'anticipations de forte croissance de ventes et profitabilité pour l'année à venir. 13. Annonce des résultats records tant au niveau des ventes que de la profitabilité. Contribution très significative à la profitabilité des 2 nouveaux médicaments. 14. Émission de 145M\$ de notes convertibles.

Domino's Pizza (DPZ)

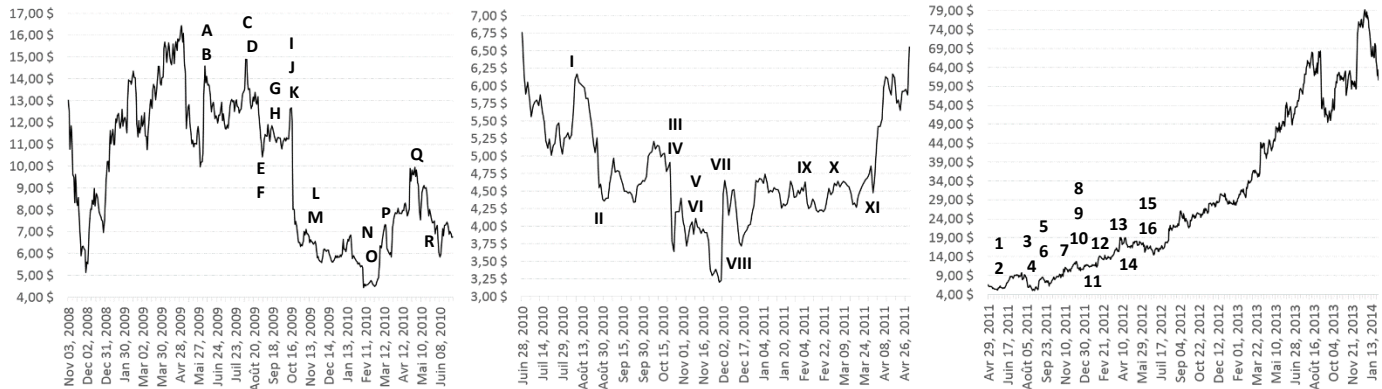


Phase de contexte : **A.** La compagnie complète une transformation de la structure de capital par le versement d'un dividende spécial financé par la dette. Les ventes domestiques comparables subissent actuellement une décroissance. Le BPA connaît une forte décroissance majoritairement causée par la hausse des charges d'intérêts. **B.** Annonce l'approbation d'un programme de rachat d'actions. **C.** Annonce le changement du chef des finances ainsi que la création d'un nouveau poste de Président Domino's USA pour Mr. Patrick Doyle. **D.** Tandis que la compagnie est en situation de ventes comparables négatives domestiquement, les ventes comparables internationales obtiennent leurs meilleurs résultats en trois ans et la croissance s'accélère à 25%. La direction affirme que le modèle d'affaires est hautement résilient durant ces moments difficiles. La compagnie affiche toutefois une hausse considérable des charges d'intérêts liés à la recapitalisation ce qui affecte les bénéfices nets. **E.** La compagnie annonce une nouvelle structure de management ainsi qu'une nouvelle agence de publicité pour amener du renouveau à la marque. **F.** Les ventes comparables domestiques accélèrent leur décroissance tandis que l'expansion internationale atteignent le plus haut niveau de croissance comparable des 3 dernières années affichant un 56^e trimestre de ventes comparables positives. La compagnie mentionne que les problèmes domestiques sont nettement externes et non internes. Le BPA continu d'être significativement plus bas étant donné un niveau d'intérêt significativement plus important. **G.** La décroissance des ventes domestiques poursuit son accélération négative et la direction mentionne que leur renversement s'agit de la priorité. Les ventes comparables internationales poursuivent leur hausse soutenue. **H.** La compagnie annonce l'élimination de 55 postes administratifs ainsi que des mesures agressives de repositionnement de la marque en développant des stratégies de prix pour attirer des clients à plus petite facture ainsi qu'en élargissant et améliorant le menu actuel. **I.** Annonce la nomination d'un nouveau chef des finances. **J.** Annonce la démission du chef du marketing. **K.** L'accélération de la décroissance des ventes comparables domestiques se poursuit et la direction mentionne avoir de la difficulté à retourner à des ventes comparables positives. **L.** La direction mentionne être en mode *turnaround*, voir la lumière au bout du tunnel et être satisfait de l'implantation des stratégies. La compagnie introduit de nouveaux produits, plante différentes innovations technologiques et cherche à améliorer et énergiser la base des franchisés. **M.** Annonce la nomination d'un nouveau chef du marketing. **N.** La compagnie continue à avoir de la difficulté à renverser les tendances domestiques de vente négatives, démontré par l'accélération de la décroissance des ventes comparables alors que les opérateurs naviguent dans un environnement économique difficile. **O.** La direction rementionne être en mode *turnaround* et les efforts prennent place dans le but d'améliorer et énergiser la base de franchisés, expandre et améliorer le menu actuel et amener du renouveau à la marque.

Phase centrale : **1.** Annonce l'entente avec un fonds permettant lui accordant le droit d'achat jusqu'à 19,95% des actions en circulation alors que le plafond actuel était à 15%.

Phase de poursuite : **1.** La décroissance des ventes domestiques comparables ralentie à -3% alors que la croissance comparable des ventes internationales ralentie à 4,5%. La compagnie indique établir les bases pour de meilleurs résultats futurs pas l'amélioration du système de franchises, l'expansion du menu et le renforcement de la marque. La décroissance du BPA est de moins en moins grande s'établissant à -9,5%. **2.** Annonce le lancement d'un programme d'échange d'options d'achat dans le but de réduire le prix d'exercice sur ces dernières. **3.** La direction se dit très satisfaite de la performance opérationnelle avec le retour à des ventes domestiques comparables positives ce qu'elle considère être un signe très positif. La compagnie observe de fortes indications que les franchises regagnent du momentum positif, mais la direction conserve une attitude prudente et optimiste face à la première moitié de l'année. **4.** La compagnie approuve que le prix d'exercice sur certaines options d'achat passe de 10\$ à 3,50\$. **5.** La direction se dit très fière des accomplissements réalisés par l'équipe et se dit émerger d'une période difficile en tant que leader. La croissance des ventes domestiques comparables redevient par contre nulle à très légèrement négative. La croissance des ventes comparables internationales ralentie. **6.** Annonce un retour à une croissance du BPA (+31%). La compagnie mentionne faire d'excellents progrès et être en très bonne position pour prendre avantage de sa position de leader. La direction considère avoir faire une bonne anticipation de la forte décroissance économique qu'a subie son marché domestique en ajustant sa structure de coûts alors que le comportement de dépenses de consommation demeure faible. **7.** Domino's est nommé la *chaîne de l'année* par le magazine *Pizza Today*. **8.** Annonce le rachat de 6M d'actions. **9.** Annonce la démission du chef de la direction qui sera remplacé par M. Patrick Doyle. **10.** Annonce une hausse rapide du BPA ajusté de +60%. Tandis que la croissance des ventes domestiques retrouve un niveau positif suite à une croissance du trafic pour chaque trimestre de l'année, les opérations internationales représentent maintenant la moitié des ventes consolidées suite à une 64^e trimestre consécutif de croissance de ventes comparables. **11.** Nomination de deux nouveaux membres au conseil d'administration. **12.** Nomination d'un nouveau chef de la chaîne d'approvisionnement. **13.** La croissance des ventes domestiques comparables reprend une forte vigueur à un niveau de plus de 14%. La compagnie considère être la meilleure histoire internationale dans le secteur. Le BPA ajusté est en hausse de près de 75%.

Conn's (CONN)



Phase de contexte : A. La compagnie annonce la transition réussie du nouveau chef de la direction ainsi que la nomination du président du conseil d'administration. B. Alors que les ventes comparables sont négatives, la direction mentionne avoir réalisé des résultats opérationnels solides. La force de certains segments compense la faiblesse de d'autres. Les BPA ajustés sont tout de même en baisse de -16%. C. La compagnie observe une accélération de la décroissance de ses ventes comparables, mais mentionne qu'elle gagne tout de même des parts de marché. La direction mentionne que l'environnement économique est de plus en plus difficile. D. Renouvellement des facilités de crédit (200M\$). E. La compagnie indique des ventes comparables négatives ainsi qu'un déclin des prix de vente alors qu'elle se concentre sur l'exécution dans les magasins et mise sur le maintien d'une bonne qualité de crédit. La direction considère gagner des parts de marché et identifie des opportunités de réduction et de contrôle des coûts. F. La compagnie révisé à la baisse les anticipations de BPA pour l'année en cours de plus de 15% à \$1,40-\$1,60 en raison de la continuité de l'environnement économique difficile. G. Essai pilote d'un nouveau programme de rémunération basé davantage sur un modèle de commission pour les vendeurs en magasin. H. Annonce la démission du chef de la direction en raison de difficultés de santé. I. La compagnie annonce des ventes en baisse importante de -20% et dénote une pression significative sur les marges brutes, une détérioration de la qualité du portefeuille de crédit tel qu'indiqué par l'augmentation du taux de délinquance et mentionne la possibilité de réduire la valeur des actifs intangibles. J. La direction dit se concentrer sur le contrôle des marges brutes et instaure des mesures dans un but d'amélioration du portefeuille de crédit tel qu'élever le pointage de crédit minimal et offrir des promotions pour les clients ayant un crédit de haute qualité. K. La compagnie annonce le retrait de la pratique d'annonce des anticipations. L. La direction se dit très déçue des résultats en affichant une accélération de la décroissance des ventes comparables et mentionne la possibilité de bri de restrictions sur la dette. La direction note une augmentation des défis en lien avec l'environnement économique, la continuité de pression des prix de vente sur certains produits et un environnement fortement compétitif. M. La compagnie cherche à améliorer la santé du portefeuille de crédit et demeure en situation de gains de parts de marché. N. Le déclin des ventes comparables devient extrême à -31% alors que les conditions de crédits pour les clients sont plus restrictives dans le but d'améliorer la qualité du portefeuille de crédit. O. Annonce la modification des termes de crédit permettant d'éloigner la menace de violation des termes. Cette modification mène à une augmentation des coûts de financement. P. La compagnie observe un renversement positif de la tendance négative des marges brutes. Le déclin des ventes comparables demeure extrême à -31%. Q. La compagnie note une décélération de la décroissance des ventes comparables négative mais qui demeure à un niveau très élevé (-20%). Elle observe une amélioration graduelle des ventes séquentielles mensuelles. L'environnement économique demeure difficile, combiné avec des conditions de crédit de financement des clients plus strictes. R. La direction se dit encouragée par les tendances positives de ventes ainsi que l'amélioration significative des marges brutes. Elle anticipe également poursuivre la bonne performance grâce à une meilleure exécution. La direction s'attend d'avoir de meilleurs résultats comparables au cours des prochains trimestres étant donné que les résultats correspondants de l'année précédente avaient été particulièrement mauvais.

Phase centrale : I. Le déclin des ventes comparables devient nettement moins important et la performance des ventes s'est amélioré pour chaque mois du trimestre alors que le dernier mois connaît même des ventes comparables positives. La direction se dit encouragée par les tendances positives qui sont attendues de se poursuivre et continue de mettre l'emphasis sur l'amélioration des marges brute tout en conservant des prix compétitifs. II. Le trimestre génère un déclin de -6% des ventes comparables ce qui est nettement inférieur à précédemment. Le déclin des volumes du portefeuille de crédit ainsi qu'une hausse de délinquance cause une pression sur la profitabilité. III. La direction poursuit son emphasis sur l'amélioration des marges brutes tout en conservant des prix compétitifs, hausse les standards de crédit pour le financement des clients et opte pour un contrôle des coûts par la réduction de la main d'œuvre et la fermeture de magasins sous-performant. IV. Le manque de flexibilité dans la structure financière pousse la direction à l'émission majeure de droits de souscriptions permettant de levée 25M\$. Sur une base diluée, ces droits de souscriptions représentent 47,5% des actions actuellement en circulation. La direction envisage également le refinancement des facilités de crédit pour 475M\$. V. Le déclin des ventes comparables continue d'être fort important à -16,0% alors que la compagnie hausse les standards de crédit pour le financement des clients et l'environnement économique demeure difficile. VI. La compagnie continue d'explorer des solutions afin de refinancer les facilités de crédit et procède à une émission de droit de souscription à 2,70\$ augmentant ainsi le nombre d'actions dilués de plus de 40%. VII. La compagnie complète le refinancement critique de ses facilités de crédit. VIII. Annonce de la résignation du président du conseil d'administration. IX. La compagnie observe un premier retour à une croissance positive des ventes comparables (+5%) soutenu par la force de certaines catégories de produits. X. Annonce de la résignation du chef de la direction et retrait du conseil d'administration. Le poste est comblé par intérim. XI. La compagnie procède à la fermeture de 7% de ses magasins en ciblant les moins performants. La rationalisation des activités par la sortie de certaines lignes de produits moins profitables prend son cours. Le segment de crédit demeure toutefois non profitable.

Phase de poursuite : 1. La compagnie observe un déclin des ventes comparables (-3,9%) alors que le segment de crédit continue d'être impacté par le déclin de la valeur total des prêts en raison des resserrements des conditions de crédit et que les consommateurs sont impactés par la hausse des prix de commodités et des conditions de non-emploi. 2. La direction expose ses anticipations de déclin de ventes comparables de l'ordre de -5% à -10%. Elle observe néanmoins une expansion de la marge brute dans la majorité des catégories de produit et s'attend à ce que le segment de crédit contribue davantage à la profitabilité. Les efforts considérables de réduction de dette se poursuivent. 3. La compagnie annonce le paiement total des prêts à terme, permettant ainsi de réduire le niveau d'intérêts par actions de 0,24\$. Elle obtient également une expansion de la facilité de crédit ainsi qu'une extension de la maturité. 4. Annonce de ventes comparables en baisse de -15% mais expansion significative des marges brutes. La compagnie annonce une expansion considérable du programme de financement des consommateurs tout en continue les activités de promotion pour les consommateurs à bon crédit. 5. Malgré une baisse de -13% des ventes comparables, la compagnie génère une hausse importante des niveaux de BPA et réinstaura la pratique de publication des anticipations et mentionne s'attendre à la stabilisation des ventes comparables. 6. La structure de capital étant maintenant nettement plus légère, celle-ci contribue à une hausse majeure du BPA également soutenu par une diminution importante des taux de délinquance. 7. La compagnie annonce un retour à une croissance importante des ventes comparables (+19%) supportées par la fermeture des magasins sous-performant ainsi que la hausse des prix et une incidence favorable du mix de produits. Ces éléments propulsent alors à la hausse les marges brutes. 8. Alors que la croissance des ventes comparable continue d'être supportée par la fermeture des magasins sous performants, la compagnie recommence à gagner des parts de marché. Les clients des magasins fermés demeurent fidèles ce qui propulse la croissance des magasins ouverts restants. 9. La compagnie s'attend à une hausse de 100% des BPA pour l'année à venir. 10. Annonce la nomination permanente du chef de la direction qui tenait le poste intérim. 11. La compagnie identifie 5 magasins sous performants additionnels pour lesquels elle procédera à la fermeture. 12. Annonce de ventes comparables en hausse de +12% pour la trimestre, soutenues par la hausse de prix et le contribution positive du mix contribuant également à l'expansion des marges brutes. 13. Annonce l'accélération de la croissance des ventes comparable ainsi que de l'expansion des marges. La profitabilité du segment de crédit a presque doublé et la direction annonce leur intention d'ouvrir 5 magasins supplémentaires. 14. Annonce la nomination d'un nouveau chef des opérations ainsi que d'un nouveau chef des finances. 15. Annonce de ventes comparables en hausse de 18% et des marges brutes en expansion aidées par une hausse de prix et une contribution favorable du mix. 16. Augmentation des anticipations de BPA pour l'année en cours à 1,30-1,40\$.

ANNEXE B : Regroupement des catégories par compagnie et phase de renversement

Phase de contexte

Phase de contexte		ATD.TO	NTRI	DECK	CCT	DPZ	PRE.TO	JAZZ	ITP.TO	CONN	GIL.TO	AC.TO	CSIQ	IQNT	ANI
États Financiers	Revenus par actions	↑↑↑	↓↓, ↓, ↑↑↑	↑↑↑, ↑↑, ↑↑↑	↑↑↑, ↑↑, ↑	↑↑	↑↑↑	↓↓↓, ↓↓	↓, ↑	↑↑, ↑, =, ↓↓, ↓	↓, ↑, ↑↑↑, ↑	↓↓, ↓, ↑	↑↑↑, ↑	↑↑↑, ↑	↑↑↑, ↓↓↓, ↑↑↑, ↑
	Bénéfice brut par action	↑↑↑	↓, ↓↓, ↑↑↑	↑↑↑, ↑↑, ↑↑↑	↑↑↑, ↑↑, ↓, =	=, ↑	↑↑↑	↓↓↓	↓↓↓, ↓, ↑↑↑, ↑, ↓	↑↑, ↓, ↑↑, ↓↓, =	↑↑↑, ↑↑, ↑	~, ↑↑↑	↑↑↑, ↓↓↓, (-)	↑, ↓	~
	BAIIA par action	↑↑, ↑↑↑	↓↓↓, (-), =, ↑↑↑	↑↑↑, ↑↑, ↑↑↑	↑↑↑, ↑↑, =, ↓↓↓	↑, ↓, ↑	↑↑↑	(-), ↑↑↑, ↓↓↓	↓↓↓, ↑↑↑, =, ↓↓	↑, ↑↑↑, ↓↓↓, ↓↓	↑↑↑, ↑↑, ↑	↑↑↑	↑↑↑, ↓↓↓, (-)	↑↑, ↑, ↓	↓, ↓↓, ↓↓↓
	Bénéfices nets par action	↑↑↑	↓↓↓, (-), =, ↓↓↓	↑↑↑	↑↑, ↓↓, ↓↓↓, ↑↑, ↑	↓↓↓, ↑↑↑, =	↑↑↑	(-), ↑↑↑, ↓↓↓	~, (-), ~	↑, ↓↓↓	↑↑↑, ↑↑	(-), ~, ↑↑↑	↑↑↑, ↓↓↓, (-)	↓↓, ↓↓↓, =, ↓, ↓↓↓	↓, ↓↓, ↓↓↓
	Équité par action	↑↑, ↑↑↑	↑↑↑, ↑↑	↑, ↑↑↑	↑↑↑, =, ↑↑	(-), ↓↓↓, ↓	↑↑↑	↓↓↓, (-)	↓↓, ↓↓↓, ↓	↑	↓, ↑, ↑↑	↑↑, ↑, ↓↓↓, (-)	↑, ↑↑, ↑, ↓	↑↑, ~, ↑↑	↑↑↑, ↑
	Nombre d'actions	↓, ↑	↓, ↑, ↑↑, ↑	↑, ↑↑	↑↑↑, ↑↑, =	↓↓, =, ↓↓	↑↑↑	↑↑↑, ↑↑	=	=	=	↑↑↑, ↑↑, ↑, ↓	=	↓, ↑, ↓	↑↑↑
Records	Croissance	*	*	*	*	*	*	*			*	*	*	*	*
	Ventes	*	*	*	*	*	*	*			*	*	*	*	*
	Profitabilité (BAIIA et BPA)	*	*	*	*	*	*	*			*	*	*	*	*
	Volumes	*	*	*	*	*	*	*			*	*	*	*	*
Haute Direct.	Nomination CEO ou CFO		•	•	•	••		•	•	•			•	••	
	Démission CEO ou CFO					•		•		•				•••	
	Nomination COO ou CMO		•			•									
	Démission COO ou CMO					•									
	Conseil d'administration				•		•	••		•	•		•	•	
Actionariat	Fractionn. ou consolidation	•					•								
	Changem. indice ou symbole		•						•						
	Instaure rachat d'actions					•			•		•			•	
	Instaure dividende ou div. spécial										•			•	
Environnement externe	Autres		•					•				••			••
	Conditions de marché favorables					•			•		••				
	Conditions de marché défavorables					•									
	Déflation du coût des mat. prem.					•			•••	•••••	•		••		
	Difficultés économiques ou financières					•					••••	•••			
	Inflation ou volatilité des mat. prem.					••			••		••••	•••			
Antic. Positives	Déflation du prix de vente (commod.)								••				•		
	Redressement des activ. économ.								••	•					
	Autres														
	Anticipe la poursuite des bons résultats					•	•		•	•					
	Anticipe un retour à la croissance		••	•	•	•	•	•		•	•				
	Anticipation de forte croissance			•							••••				
Antic. Nég.	Hausse des anticipations			••							•	•	•	•	
	Hausse successives des anticipations			•••	•						•				
	Résultats supérieurs aux attentes		•	••					•	•	•			•	
	Anticipe une baisse de profitabilité								•		•••	•	•	•	
	Baisse des anticipations								•	•		•			
	Résultats sous les attentes				•			•	•			••			
Événements transformateurs	Cesse la divulgation d'anticipations									•					
	Acquisitions transformatives	•					•								
	Fusion d'entreprises														
	Prise de contrôle externe		•											•	•
	Demande extrême pour nouv. produit		•	•											
	Nouvelle stratégie de distribution														
	Appel publique à l'épargne (APE)				•			•							
	Série de nouveaux contrats transf.				•										
	Transformation de struct. de capital					•								•	
	Défaut sur paiement d'intérêts														
	Approbation FDA														
	Refus FDA														
	Achats majeurs d'actions par extern.							•							•
	Licensiements majeurs							•							
	Modif. term. crédit éloign. risqu. cred.									•					
	Rejets négos syndicales et grèves											•			
	Vente majeure actionnaire princ.											•			
	Program. majeur de transf. de coûts											•			
	Partenariat transformateur						•						•		

Phase centrale de renversement

Phase centrale de renversement		ATD.TO	NTRI	DECK	CCT	DPZ	PRE.TO	JAZZ	ITP.TO	CONN	GIL.TO	AC.TO	CSIQ	IQNT	ANI
États Financiers	Revenus par actions	↑↑, ↑↑↑	↑↑↑	↑↑, ↓, ↑↑	↑, ↑↑↑	↑	↑↑↑	↑	↑	↓	↑↑, ↓, ↑↑	↑	↓, ↓↓↓	↑, ↓	~, ↑↑↑
	Bénéfice brut par action	↑, ↑↑	↑↑	↑↑, ↓↓, ↑↑	=, ↓, ↑↑↑	↑	↓↓↓	↑	↓↓↓, ↓, ↑↑, ↑↑↑	↑, ↓	~	↑, ↓↓↓	↓↓↓	↓↓, ↓	~, ↑↑↑
	BAIIA par action	↓	↑↑↑	↑↑, ↓↓↓, ↑↑↑	=, ↓, ↑↑↑	↓	↑↑↑	↑↑↑, (-)	↓↓↓, ↓, ↑↑↑	~	~	↓↓↓	↓↓↓, ↓↓, (-)	↓↓↓, ↓	(-), ↑↑↑
	Bénéfices nets par action	↑↑	↑↑↑	↑↑↑, ↓↓↓, ↑↑↑	↑↑, ↓, ↑↑	↓	↓↓↓	↑↑, (-)	↓↓↓, ↑↑↑	↓↓↓, (-)	~	↓↓↓	↓↓↓, (-), =	↓↓↓, (-), ↑	(-), ↑↑↑
	Équité par action	↑↑↑, ↑	↓	↑↑↑, ↑↑	↑↑, ↑↑↑	↓	↑↑↑	↑↑	↓, ↓↓, ↓↓↓	=, ↓	↑, ↑↑, ↑	↓↓↓, (-)	↓	↑, ↓↓↓	↓↓↓
	Nombre d'actions	↑↑, ↑	↑↑	↑↑, ↑, =	↓, ↑	↓	↑↑↑	↓↓↓	=	=, ↑↑	=	↓, =	=	=, ↓, =	↑↑↑, ↑↑, ↑↑↑
Records	Croissance		*		*		*								*
	Ventes	*		*	*		*					*		*	*
	Profitabilité (BAIIA et BPA)	*		*	*		*					*		*	*
Haute Direct.	Volumes	*		*	*		*					*		*	*
	Nomination CEO ou CFO			•	•			•		•		•	•		
	Démission CEO ou CFO			••											
Actionariat	Nomination COO ou CMO									•					
	Démission COO ou CMO				••									•	
	Conseil d'administration			•						•					
Environnement externe	Fractionn. ou consolidation						•								•
	Changem. indice ou symbole	•										•			
	Instaure rachat d'actions											•			
Antic. Positives	Instaure dividende ou div. spécial					•				•		•	•	•	•
	Autres														
	Conditions de marché favorables														
Antic. Nég.	Conditions de marché défavorables										•		•••		
	Déflation du coût des mat. prem.				•				•	•••	••	••	•		
	Difficultés économiques ou financières								•						
Événements transformateurs	Inflation ou volatilité des mat. prem.								•						
	Déflation du prix de vente (commod.)								•						
	Redressement des activ. économ.			•					••						
Autres	Autres														
	Anticipe la poursuite des bons résultats	•	•	•			•		••	•	•				•
	Anticipe un retour à la croissance	•	•		•		•			•			•		•
Autres	Anticipation de forte croissance		•	•	•••				•			••	•	•	
	Hausse des anticipations		•	•					•						
	Hausse successive des anticipations		•	•••					•			•		•	
Autres	Résultats supérieurs aux attentes		•	•••					•		••	•		•	
	Anticipe une baisse de profitabilité			••	•						•		••	•	
	Baisse des anticipations										••		•		
Autres	Résultats sous les attentes														
	Cesse la divulgation d'anticipations														
	Autres														
Autres	Approbation acquisition transformative	•	•	•	•										•
	Demande extrême pour nouv. produit				•										
	Annulation d'un contrat transformateur				•										
Autres	Announcement d'acquisition transformative				•										
	Succession de nouveaux contract imp.				•										
	Modif. Termes de prêt évitant défaut				•			•							
Autres	Invest. majeurs d'expansion de capacité						•								
	Recapitalisation transformative									•					
	Refinancem. critique des facilités crédit									•					
Autres	Progr. majeur de réduction de coûts											•			
	Ratif. de nombreuse entente collect.											•			
	Annonce d'un nouveau transporteur											•			
Autres	Orientation vers nouveau segment												•		
	Nouveau partenariat majeur												•		
	Mesures anti-dumping contre cie												•		
Autres	Implication d'un investisseur activiste													•	
	Vente d'une division importante													•	
	Autres														

Phase de poursuite

Phase de poursuite		ATD.TO	NTRI	DECK	CCT	DPZ	PRE.TO	JAZZ	ITP.TO	CONN	GIL.TO	AC.TO	CSIQ	IQNT	ANI
États Financiers	Revenus par actions	↑↑, ↑↑↑	↑↑↑	↓, ↑, ↑↑↑	↑↑↑, ↑, ↑↑	↓, ↑	↑, ↓↓, ↑↑↑	↑↑↑, ↓, ↑	↑, ↓	↓↓, ↑	↑↑↑, ↑, ↑↑	↑	↓↓↓, ↓↓, ↑, ↑↑↑	↓↓↓, ↓, ↑	↑↑↑
	Bénéfice brut par action	↑↑, ↑↑↑	↑↑↑	↓↓, ↑↑, ↑↑↑	↑↑↑, ↑↑, ↑	↑, ↑↑, ↑	↓↓↓, ↑↑↑	↑↑↑, ↓, ↑	↑↑↑, ↑↑	↓↓, ↑↑	↑↑↑, ↑	↓↓↓, ↑	↓↓↓, ↑, ↑↑↑	~, ↑	↑↑↑
	BAIIA par action	↑↑, ↑↑↑	↑↑↑	↓↓↓, ↓, ↑↑↑	↑↑↑	~, ↑↑↑, ↑↑	↑↑↑, ↓↓, ↑↑↑	(-), ↑↑↑, ↑, ↑↑↑	↑↑↑, ↑↑	↓↓, ↑↑↑	↑↑↑, ↑↑	~	(-), ↑↑↑	↑, ↑↑, ↑↑↑	(-), ↑↑↑
	Bénéfices nets par action	↑↑, ↓↓, ↑↑↑	↑↑↑	↓↓↓, ~, ↑↑↑	↓↓↓, ↑↑↑	~, ↑↑↑, ↓	↓↓↓, ↑↑↑	(-), ↑↑↑	(-), ↑↑↑	↓↓↓, (-), ↑↑↑	↑↑↑, ↑↑	~	(-), ↓↓, ↑↑↑	(-), ↑↑↑	(-), ↑↑↑
	Équité par action	↑↑, ↑↑↑, ↑↑	↑↑, ↑↑↑	↑↑	↑↑, ↑, ↑↑↑	=, ↓	↑↑↑, ↑, ↓	↑↑↑, (-), ↑↑↑	↓↓↓, ↓↓, ↓	↓↓, ↓, =	↑, ↑↑	(-), ↓↓, ↑↑	↓↓↓, ↓, ↑, ↑↑↑	↓↓↓, ↑↑	↓↓↓, ↑↑↑
Records	Nombre d'actions	=, ↑↑, ↑	↑, ↑↑, ↑	=	↑↑, ↑, ↑↑	↓, ↑	↑↑, ↓, ↑↑	↑↑, ↑↑↑	=, ↑	↑↑, ↑	=	=	=, ↑, ↑↑	↑	↑↑↑, ↑↑, ↑
	Croissance	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
	Ventes	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
	Profitabilité (BAIIA et BPA)	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
Haute Direct.	Volumes	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*
	Nomination CEO ou CFO			••		•		•		••				•	
	Démission CEO ou CFO					•				•				•	
	Nomination COO ou CMO														
Actionariat	Démission COO ou CMO														
	Conseil d'administration			•		•		•••						••	
	Fractionn. ou consolidation														
	Changem. ou ajout indice ou symbole		•		•		••					•			
Environnement externe	Instaure rachat d'actions					•								••	
	Instaure dividende ou div. spécial													••	
	Autres	••				•	••	••			•	•	••	••	•
	Conditions de marché favorables				•				••	•	•		•		
Antic. Positives	Conditions de marché défavorables														
	Déflation du coût des mat. prem.				•	•	•		•				•		
	Difficultés économiques ou financières												•		
	Inflation ou volatilité des mat. prem.												•		
Antic. Nég.	Déflation du prix de vente (commod.)												•		
	Redressement des activ. économ.												•		
	Autres														
	Antic. la poursuite des bons résultats	•	••			•		••		•			•		•
Événements transformateurs	Antic. un retour à la croissance	••	••••		•	•	•	•	••	•	•	•	•		••
	Anticipation de forte croissance		•	•	•	•	•	•		•	•		•	•	•
	Hausse des anticipations		•	•	•	•	•	•		•	•		•	•	•
	Hausse successives des anticipations		•••	••••	••			••		•	•		••	••	•
Événements transformateurs	Résultats supérieurs aux attentes	••	•••••	•••••	•			•	•	•••	••		•••••		•
	Antic. une baisse de profitabilité														
	Baisse des anticipations									•					
	Résultats sous les attentes											•	•		
Événements transformateurs	Cesse la divulgation d'anticipations														
	Annonce d'acquisition transformative	•	•												
	Demande extrême pour nouv. produit														
	Augmentation majeure de capacité						••								
Événements transformateurs	Résultats positifs étude Phase III							•							
	Entente majeure avec actionnaire							•							
	Succession de financement importants							•							
	Réduction majeure intérêts sur dette							•		•					
Événements transformateurs	Déploiement nouveau transporteur											•			
	Prolongement délais déficit de retraite											•			
	Refinancement majeur											•			
	Évolution de stratégie d'affaires											•			
Événements transformateurs	Succession de nouveaux contrats imp.											•			
	Achat d'un portefeuille de produits												•		
	Acquisitions à profitabilité extrême														•

ANNEXE C : Principaux éléments d'influence aux mouvements de prix

	Contexte	Raison de la baisse	Stabilisation/Retournement	Raison de la hausse soutenue
A	Résultats record en forte croissance	Émission d'actions	Programme de rachat d'actions	Poursuite de résultats record en forte croissance
T	Stratégie de différenciation et acquisitions	Baisse de la croissance organique	Intégration plus rapide que prévue	Acquisition transformative aux États-Unis
D	Expansion aux États-Unis	Acquisitions par trop grandes bouchées	Poursuite de résultats record et acquisitions	Synergies beaucoup plus importantes que prévues
G	Résultats record en forte croissance	Hausse drastique du prix du coton	Baisse subite du prix du coton	Mix et économies d'échelle = expansion marges
J	Établissement programme de dividendes et rachats	Inefficiences d'approvisionnement et fabrication	Changement de mix important soutenant les marges	Année de résultats record supérieurs aux attentes
L		Baisse des anticipations causée par marges et volumes	Gains d'efficacités de production et parts de marché	Fortes expansions des marges brutes (coton et mix)
A	Coefficients record et expansion internationale	Vente majeure de l'actionnaire majoritaire (ACE)	Annonce d'un programme de rachat d'actions	Hausse de 20% du niveau de dividende
C	Programme majeur de transformation de coûts	Baisse des anticipations car hausse du prix carburant	Résultats à venir supérieurs aux attentes analystes	Poursuite de résultats record en forte croissance
		Renégociations de toutes les conventions collectives	Complète de processus des renégociations collectives	Prolongement de la durée des régimes de retraite
P	Procède à une série d'acquisitions transformatives	Baisse majeure du prix de la commodité vendue	Annonce d'un nouveau transporteur à venir	Transformation rapide vers une profitabilité durable
R	Production et réserves en croissance extrême		Stabilisation et reprise du prix de la commodité	Accueil favorable du nouveau transporteur aérien
E	Atteintes répétées de résultats record		Poursuite de résultats record et forte croissance	Rebond important du prix de la commodité vendue
C	Résultats record soutenus de ventes et profitabilité	Transition modèle d'affaires affecte volumes et marges	Projets d'expansion majeurs de capacité	Année de plans majeurs d'expansion de capacité
C	Nouveau CEO et membres conseil d'administration	Annonce de réductions de la force de travail	Approbation acquisition transformative	Hausse drastique des résultats de ventes et profits
T	Succession de larges nouveaux contrats récurrents	Baisse des anticipations de revenus et profits	Annonce d'anticipations de résultats transformateurs	Succession de larges nouveaux contrats récurrents
I	Résorption graduelle des difficultés économiques	Annonce d'une acquisition majeure et transformative	Hausse importantes des anticipations	Année de résultats transformateurs
T	Reprise des ventes et profits suite aux forts déclin	Difficulté à retrouver une profitabilité soutenable	Succession de larges nouveaux contrats récurrents	Hausse successives des anticipations
P	Fortes contributions positive nouveaux produits	Condamnation judiciaire contre la compagnie	Poursuite de la reprise de croissance des ventes	Solide exécution stratégique et marchés sains
C	Réductions de coûts supérieures aux attentes	Retour à l'incertitude économique	Émergence de signes encourageants face aux prix	Introduction de produits à plus haute marge (mix)
S	Fortes croissance soutenue des volumes	Hausse des coûts intrants et pressions compétitives	Amorce une expansion des marges causé par le mix	Accélération de la hausse des prix de vente de l'industrie
I	Baisse importante des prix de vente (industrie)	Pressions importantes sur prix de vente (industrie)	Gains de productivité et réductions de coûts	Réductions des coûts plus bénéfique que prévues
Q	Gains de parts de marché et expansion capacité	Compression des marges par baisse prix de vente	Lancement à venir d'un partenariat majeur	Expansion soutenue des marges
J	Économies d'échelles et efficacies de production	Mesures anti-dumping annoncées contre l'entreprise	Hausse soutenues des volumes de production	Fortes expansions de marges par mix et gestion coûts
N	Prise de contrôle et nouvelle équipe de direction	Réduction des anticipations de ventes et volumes	Nouveau programme de financement clients	Succession de larges nouveaux contrats
T	Transition vers une nouvelle stratégie marketing		Nouveau chef des opérations	Reprise de la hausse des prix et croissance demande
R	Lancement d'une nouvelle ligne de produit	Annonce d'une importante émission d'actions	Augmentation des anticipations de forte croissance	Hausse anticipations et résultats supérieurs attentes
I	Annonce d'anticipation de très forte croissance	Revenus sous les attentes, mais profits supérieurs	Anticipation de génération d'un profit opérationnel	Augmentations successives des anticipations
I			Résultats nettement supérieurs aux attentes	Résultats record très supérieurs aux anticipations
Q	Fortes croissance car fusion transformative récente	Déclaration d'un dividende spécial important	Accélération du développement de nouveaux produits	Accélération de croissance explosive et exponentielle
N	Ralentissement graduel des niveaux de croissance	Baisse successives des anticipations pour l'année	Un investisseur activiste demande des changements	Entrée sur l'indice boursier Nasdaq
T	Baisse significative du BPA car hausse des dépenses	Changements importants dans l'équipe de direction	Annonce de résultats supérieurs aux attentes	Profitabilité nettement supérieure aux attentes
D	Résultats record en forte croissance	Condamnation judiciaire contre la compagnie	Annonce la vente transformative d'une division	Environnement de prix plus constructif
E	Hausse rapide d'une nouvelle ligne de produit (UGG)	Changement du chef de la direction	Hausse importante des anticipations suite à la vente	Hausse des anticipations pour l'année en cours
C	Hausse successives des anticipations	Difficultés importantes au segment principal TEVA	Poursuite de résultats record de ventes et des BPA	Résultats supérieurs aux attentes
K	Résultats nettement supérieurs aux attentes	Baisse des anticipations due aux volumes et mix	Résultats supérieurs aux attentes grâce à UGG	Successions de hausse des anticipations
J	Le développement de produits mène à fortes pertes	Radiation d'inventaires chez TEVA	Stabilisation des ventes TEVA	Exécution réussie des stratégies déployées
A	Mesures importantes de réduction des coûts	Annonce de licenciements majeurs	Élimine le paiement de royalties sur certains produits	Retour hauts niveaux de croissance ventes et profits
Z	Fortes croissance des ventes du principal produit	Défaut de paiement de ses intérêts sur la dette	Changement du chef de la direction	Ventes de produits record en très forte croissance
Z		Pertes importantes et liquidités à un niveau critique	Refinancement critique permettant d'éviter le défaut	Réalise les premiers bénéfices de son histoire
A	Le nouveau produit ne rencontre pas exigences FDA	Successions d'émissions d'actions pour liquidités	Diminutions significatives des niveaux de pertes nettes	Augmentations majeures des anticipations de profits
N	Reflexions face au sort du nouveau produit	Annonce de l'entente de fusion transformative ANIP	Consolidation d'actions 6 pour 1	Financements majeurs par actions et paiement dettes
I	Décide de recommencer les études cliniques	Complétion de la fusion d'entreprise	Permet à un fonds d'acheter jusqu'à 20% des actions	Année de résultats record en forte croissance
P		Fortes décroissance BPA due aux charges d'intérêts	Ralentissement de décroissance ventes comparables	Acquisition d'un portefeuille de produits génériques
D	Recapitalisation de la structure de capital	Accélération de la décroissance ventes domestiques	Fortes hausse de la profitabilité opérationnelle	Émission majeure d'actions pour gonfler l'encaisse
P	Forces internationale et difficultés domestiques	Environnement économique domestique difficile	Note de fortes indications de momentum positif	Acquisitions de produits mène à forte hausse profits
Z		Difficulté à renverser les tendances négatives	Complète refinancement critique des termes crédit	Rachat d'actions et changement chef de direction
C	Transition du nouveau chef de la direction	Baisse majeure des ventes comparables	Fermeture des magasins sous-performant	Reprise de croissance positives ventes comparables
O	Gains de part de marché malgré décroissance ventes	Détérioration du portefeuille de crédit	Rationalisation du portefeuille de crédit	Fortes augmentations des BPA
N	Identification d'opportunités de gestion de coûts	Pressions compétitives et défauts impactant marges	Observe retour à une croissance ventes comparables	Accélération de la croissance ventes et profitabilité
N	Révision à la baisse des anticipations	Mentionne possibilité de bri de restrictions sur dette	Expansion graduelle de la marge brute	Annonce le paiement total des prêts à terme
N		Très forte émission d'actions et bons de souscription		Expansion très significative de marges brutes
				Retour à une forte croissance ventes comparables
				Anticipations de forte hausse de profitabilité
				Augmentation des anticipations de BPA